

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE



Le président

Paris, le 9 juin 2009

Monsieur le Président de la République,

J'ai l'honneur de vous présenter, ainsi qu'au Parlement, le sixième Rapport annuel de l'Autorité des marchés financiers.

J'ai pris mes fonctions à la fin de l'année 2008 dans un environnement particulièrement difficile, celui d'une crise de confiance sans précédent des acteurs financiers et des épargnants.

C'est dans ce contexte à tous égards exceptionnel que l'AMF doit, c'est ma conviction, poursuivre sa mission dans quatre directions : mieux protéger l'épargnant ; contribuer à orienter l'épargne vers un financement optimal de l'économie ; promouvoir un modèle de régulation répondant à ces exigences ; favoriser l'attractivité de la Place de Paris.

Comme le Rapport annuel l'indique en détail, ces préoccupations ont déjà été prises en compte. C'est dans cet esprit que l'AMF est intervenue pour assurer la transparence et le fonctionnement normal du marché et pour préserver les intérêts des épargnants. Les bouleversements survenus en font désormais de vraies priorités d'action pour l'avenir.

L'AMF a d'abord été amenée dans ce cadre à prononcer l'interdiction des ventes à découvert de valeurs financières. Il apparaît clairement qu'une telle technique, qui permet la vente de titres dont on ne dispose pas au préalable, doit être étroitement encadrée et qu'une transparence des transactions doit être assurée. L'AMF a soumis à consultation une série de mesures qui ont vocation à encadrer de façon permanente les ventes à découvert. L'interdiction a été parallèlement prorogée.

L'AMF a aussi lancé une réflexion sur les prises de contrôle rampantes qui va se traduire d'ores et déjà par un ajustement et un enrichissement des déclarations de franchissement de seuil. Avec le même objectif, l'AMF a soumis à consultation un abaissement du seuil d'offre publique obligatoire de 33% à 30% afin d'assurer une meilleure transparence sur le marché.

Enfin, l'AMF a proposé à la Place une redéfinition des OPCVM monétaires afin de mettre en œuvre des critères resserrés mieux à même de préserver les intérêts des épargnants.

Par ailleurs, l'AMF a poursuivi et poursuivra sa démarche de « meilleure régulation » afin de proportionner ses exigences à la taille des entreprises, à la nature des enjeux et d'approfondir ses contrôles sur les activités et les comportements à risque.

Des sanctions significatives ont été prononcées en matière de pratiques abusives de ventes à découvert, de comportements d'initiés et de commercialisation de produits financiers dans des conditions

préjudiciables aux épargnants. Des enquêtes et contrôles sont en cours de finalisation sur le comportement de certains acteurs de marché au cours de la période de crise.

Sur le plan international, l'AMF a inscrit son action dans la dynamique politique issue des deux réunions du G20. L'AMF assure ainsi la coprésidence de la *Task Force* sur les produits et les marchés non régulés de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). A ce titre, l'AMF a participé activement à l'élaboration de recommandations à même d'assurer une régulation effective des produits complexes comme les dérivés de crédit et une transparence des marchés sur lesquels ils sont échangés. Au-delà, il est essentiel que les travaux menés sous l'égide du nouveau Conseil de stabilité financière aboutissent à imposer le principe d'une transparence générale des transactions quelle que soit la plate-forme de négociation ou la nature du marché (de gré à gré ou réglementé), non seulement lorsque ces transactions concernent directement ou indirectement des titres cotés sur marchés réglementés, mais aussi lorsqu'elles ont un impact sur ces titres.

Les propositions du rapport Larosière devraient permettre d'assurer un renforcement de l'intégration de la régulation financière dans l'Union européenne. Notamment, l'institutionnalisation des comités de niveau 3 pour créer des autorités européennes dotées de pouvoirs propres apparaît comme une voie prometteuse pour assurer la convergence des pratiques des contrôleurs. Une mise en œuvre la plus complète possible des recommandations de ce rapport serait ainsi un gage d'une meilleure protection des épargnants. L'accord européen sur l'encadrement des agences de notation constitue ainsi un premier pas en ce sens.

Au-delà, les travaux du G20 ont montré que l'Union européenne devait adapter son modèle de supervision financière afin d'assurer une meilleure intégration du marché intérieur. Les initiatives en préparation chez nos partenaires, notamment aux Etats-Unis, imposent à l'Europe d'aller de l'avant à la fois pour peser sur les orientations qui seront prises au niveau mondial et pour préserver sa compétitivité.

L'affaire Madoff, dont j'ai eu à connaître dès mon arrivée, a mis en lumière les enjeux liés aux conditions de commercialisation des produits financiers en Europe. Cette affaire a montré la nécessité d'assurer une mise en œuvre, suivant les mêmes modalités, des directives et règlements communautaires dans tous les pays de l'Union. L'intégration du marché intérieur et le retour de la confiance en Europe imposent une application uniforme des textes communautaires par les Etats membres, en commençant par la garantie des dépositaires.

Au niveau national, l'AMF a été en mesure de chiffrer dans un délai très court les risques pour les épargnants français qui ont investi leur épargne dans des OPCVM liés à B. Madoff (pour les produits de la compétence de l'AMF) et de demander aux sociétés de gestion concernées d'avertir leurs clients de leur exposition à ce risque.

Le rapport remis à la ministre de l'Economie et des Finances propose une architecture de la supervision financière en France par objectifs afin notamment de mettre plus clairement l'accent sur le contrôle des pratiques de commercialisation des professionnels. La ministre de l'Economie et des Finances a souhaité confier une mission spécifique sur ce point à M. Deletré. L'AMF est associée étroitement à ces réflexions et se tient prête à assumer les responsabilités que les pouvoirs publics pourraient lui confier en la matière.

L'attractivité de la Place de Paris constitue toujours une préoccupation majeure pour l'AMF. Qu'on ne s'y trompe pas, le renforcement de l'attractivité et de la sécurité de la Place va bien au-delà de la consolidation des seules activités financières : toutes les activités de service mais aussi le maintien des centres de décision industriels dans notre pays sont aussi en jeu.

Le développement d'accords de coopération avec les homologues étrangers de l'AMF répond aussi à cette volonté de mieux faire connaître notre Place et ses atouts. L'AMF a ainsi signé une charte de partenariat méditerranéen avec les pays du sud de la Méditerranée et avec certains pays du Golfe.

Je suis convaincu que la Place de Paris a des atouts indéniables dans la compétition internationale. En effet, la pratique nationale de régulation et de contrôle de la Place s'avère un avantage certain pour garantir la confiance des investisseurs. A cet égard, les pouvoirs d'enquête et de sanction de l'AMF sont un gage essentiel de sa crédibilité. La sûreté de notre Place renforce ainsi sa compétitivité. Cependant, cette compétitivité dépend aussi, à moyen terme, de notre capacité à assurer une maîtrise des infrastructures de marché. A cet égard, la mobilisation des acteurs financiers, notamment s'agissant de la standardisation et la compensation des dérivés de crédit, particulièrement au sein de la zone euro, reste essentielle.

Enfin, une place financière puissante et indépendante suppose une épargne investie à long terme capable d'assurer le financement pérenne de l'économie et de ses entreprises cotées. La crise a bien mis en évidence les méfaits de comportements « court termistes » de certains acteurs financiers. Dans le même esprit, il faut veiller à ce que les conditions de financement par le marché restent aussi satisfaisantes.

Le plan stratégique de l'AMF, que je soumettrai à consultation publique à l'été, permettra à l'AMF de se mettre en ordre de bataille pour prendre toute sa place dans ces réflexions en cours. L'ensemble des agents de l'AMF, les membres du Collège et de ses Commissions consultatives sont tous mobilisés pour relever les défis soulevés par la crise financière et contribuer à la mise en œuvre des solutions qui seront définies au niveau national et international.

Le retour de la croissance repose sur le rétablissement de conditions optimales de financement de l'économie. Ces conditions optimales ne pourront intervenir sans retour durable de la confiance des investisseurs et des épargnants. Cette confiance repose *in fine* sur la capacité des pouvoirs publics, notamment en Europe, à garantir une régulation efficace. A cet égard, les orientations du prochain Conseil européen de juin sur l'architecture de la supervision dans l'Union seront importantes, non seulement pour les régulateurs mais aussi pour l'ensemble des acteurs de l'économie.

Je vous prie de croire, Monsieur le Président de la République, à l'expression de ma très haute considération.



Jean-Pierre Jouyet

Sommaire

Rapport annuel

Autorité des marchés financiers

Présentation de l'Autorité des marchés financiers	12
Organigramme des services de l'AMF	13
Le Collège de l'AMF	14
La Commission des sanctions	15
Indicateurs : la mesure des résultats atteints	16
Tableau de performances de l'AMF 2008	18

Chapitre 1

L'évolution des marchés financiers en 2008	24
1 – Les marchés du crédit	26
A – Les marchés du crédit : épice centre d'une crise financière globale sans précédent	26
B – Dans cette situation caractérisée par une forte sensibilité des investisseurs au risque de crédit, certains segments du marché primaire ont subi une forte baisse des volumes émis	36
C – Une offre des émetteurs français globalement dynamique	41
2 – Les marchés d'actions	46
A – Les indices boursiers ont enregistré des replis historiques	46
B – La crise financière a eu de fortes répercussions sur l'activité des marchés d'actions	52
3 – Les marchés de produits dérivés	60
A – Des évolutions contrastées sur les marchés organisés et de gré à gré	60
B – L'activité sur le LIFFE de NYSE Euronext	61
4 – Les produits de gestion pour compte de tiers	62
A – 2008 est le témoin d'une généralisation et d'une amplification des impacts de la crise financière sur le marché de la gestion collective	63
B – Les fonds français n'échappent pas aux évolutions internationales	65
C – Les fonds non réglementés sur le devant de la scène	66

Chapitre 2

La régulation et la coopération internationales	68
1 – L'action de l'AMF au sein des organisations internationales et européennes : les réponses à la crise	69
A – L'AMF et les organisations internationales	69
B – L'AMF et les instances européennes	72
2 – La coopération internationale en matière d'information financière, de comptabilité et d'audit	74
A – Les agences de notation	74
B – L'information comptable et l'audit	75
C – Les travaux du CESR et le groupe Prospectus	82
D – Les travaux du CESR et la directive Transparence	84
3 – La coopération internationale en matière d'intermédiaires et d'infrastructures de marché	84
A – Les travaux de l'OICV (SC2) et du CESR sur les marchés	84
B – Les travaux de l'OICV (SC3) et du CESR sur les intermédiaires de marché	86
4 – La coopération internationale en matière de gestion d'actifs	87
A – Les travaux de l'OICV sur la gestion d'actifs (SC5)	87
B – Les travaux communautaires et échanges bilatéraux : le groupe d'experts CESR-IM, la coopération avec la Commission européenne et la coopération bilatérale	89
C – La réforme de la directive OPCVM	91
5 – La coopération internationale en matière de surveillance et de discipline des marchés	92
A – La participation de l'AMF aux travaux de l'OICV (SC4 et <i>Screening Group</i>)	92
B – La participation de l'AMF aux travaux du CESR-Pol	93
6 – La coopération internationale en matière technique et de formation	94
A – Au niveau bilatéral	95
B – Au niveau multilatéral	95

Chapitre 3

Les opérations financières et la qualité de l'information	98
1 – L'évolution réglementaire et l'action de l'AMF en 2008	99
A – Les impacts de la loi de modernisation de l'économie	99
B – La recommandation de l'AMF relative à l'information à donner dans les documents de référence sur les rémunérations des mandataires sociaux	102
C – La consultation publique sur l'assouplissement de certaines règles d'introduction en bourse	103
D – La transposition de la directive sur les fusions transfrontalières	104
2 – La publication et la diffusion de points de doctrine en 2008 (hors offres publiques d'acquisition)	104
A – L'attribution gratuite de BSA : traitement de l'autocontrôle	104
B – La description des opérations de stabilisation dans les opérations d'augmentation de capital avec DPS	105
C – Les opérations d'émission d'OBSAR suivie d'une cession de BSAR au profit des salariés et/ou des mandataires sociaux – Modification des caractéristiques des BSA	105
D – Les opérations de recapitalisation d'entreprises en difficulté	106
3 – L'évolution de l'activité en 2008 (hors offres publiques d'acquisition)	108
A – Les opérations financières en 2008	108
B – Les caractéristiques notables de certaines opérations financières en 2008	112
C – Le suivi de l'information réglementée	115
4 – Les offres publiques d'acquisition	119
A – Les statistiques des offres publiques en 2008	119
B – La doctrine	120
C – Les dérogations à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre	125
D – Les contentieux	128
5 – Les aspects comptables	132
A – Crise financière et normes comptables : l'action de l'AMF	132
B – L'évolution de la réglementation comptable	133
C – Les recommandations comptables	141
D – Les publications de l'AMF en matière comptable	142
E – Les relations entre l'AMF et le Haut conseil du commissariat aux comptes	143
F – Le Conseil national de la comptabilité et l'Autorité des normes comptables	145

Chapitre 4

Les prestataires de services, les produits d'épargne et les infrastructures de marché	146
1 – L'action de l'AMF en 2008	149
A – L'impact de la crise financière sur la gestion d'actifs	149
B – Le dispositif mis en place encadrant les ventes à découvert	150
C – L'impact de « l'affaire Madoff » sur la gestion d'actifs	150
D – La prise en compte de la diversité des situations et l'amélioration du traitement opérationnel des dossiers	151
E – La poursuite de la mise en œuvre de la meilleure réglementation	151
F – Le suivi des acteurs	153
G – L'adaptation du cadre réglementaire	156
H – La diffusion des positions et de la doctrine de l'AMF	159
2 – Les chiffres clés et le bilan de l'activité des acteurs de la gestion d'actifs en 2008	161
A – Les sociétés de gestion de portefeuille	161
B – Les dépositaires d'OPCVM	163
C – Les autres prestataires de services d'investissement	164
3 – Les chiffres clés et le bilan de l'offre de gestion collective en 2008	165
A – Le bilan 2008 des OPCVM à vocation générale	165
B – Le bilan 2008 des autorisations de commercialisation d'OPCVM de droit étranger	168
C – Le bilan 2008 des OPCVM destinés à certains investisseurs	170
D – Le bilan 2008 des autres véhicules d'épargne et biens divers	174
4 – L'évolution des infrastructures de marché	175
A – L'activité et la régulation de l'entreprise de marché Euronext	175
B – Les systèmes multilatéraux de négociation	177
C – L'activité et la régulation de la chambre de compensation LCH.Clearnet SA	178
D – L'activité et la régulation du gestionnaire de système de règlement-livraison et dépositaire central Euroclear France	179

Chapitre 5

La surveillance et la discipline des marchés	180
1 – La surveillance des marchés	182
A – Un outil informatique exploitant des bases de données	182
B – La surveillance quotidienne des marchés	182
C – La prise en compte de l'internationalisation des mécanismes de marché	183
D – L'adaptation à un contexte de marché particulièrement instable	184
E – La participation aux travaux internationaux dans le domaine de la surveillance	184
2 – Le contrôle des prestataires de services d'investissement et des infrastructures de marché	185
A – Les contrôles sur pièces	185
B – Les contrôles sur place	189
3 – Les enquêtes	191
A – L'origine et la typologie des enquêtes	191
B – La coopération internationale	192
4 – Les transmissions à d'autres autorités	194
A – Les transmissions aux autorités judiciaires	194
B – Les transmissions à des autorités de surveillance	195

Chapitre 6

La Commission des sanctions	196
1 – L'activité de la Commission des sanctions en 2008	198
2 – Les décisions de la Commission des sanctions publiées en 2008 et leurs suites	200
3 – Les suites des décisions antérieures à 2008	226

Chapitre 7

L'Autorité des marchés financiers et les épargnants	236
1 – La Commission consultative Epargnants	237
2 – Les actions pédagogiques en faveur du grand public	239
A – Les guides pédagogiques	239
B – Le site internet : www.amf-france.org	239

C – La présence de l’Autorité des marchés financiers aux forums et salons	240
D – L’Institut pour l’éducation financière du public	241
3 – Les alertes des régulateurs	241
4 – Le Centre de documentation et d’information (CDI)	242
5 – Le rapport du médiateur	244
A – Le Service de la médiation	244
B – L’année 2008 en chiffres	246
C – Les dossiers du médiateur	249
D – L’actualité de la médiation	258

Chapitre 8

L’AMF et les professionnels	262
1 – La concertation avec la Place	263
A – Le point sur la démarche « pour une meilleure régulation »	263
B – Les travaux des Commissions consultatives	263
C – Les travaux des groupes de Place	267
D – Les suites données aux travaux des groupes de Place menés en 2007	269
2 – Le Conseil scientifique	270
A – Les séances	270
B – Le colloque du Conseil scientifique	271
3 – Les actions de formation et d’information	272
4 – La coopération avec la Banque de France	272
A – Les échanges d’informations	273
B – La coopération avec les directions régionales de la Banque de France	274
C – La collaboration sur la mission de contrôle des prestataires de services d’investissement	274

Présentation des comptes de l’Autorité des marchés financiers pour 2008

1 – Eléments généraux	277
2 – Situation financière	278
3 – Compte de résultat	279
4 – Bilan	282
5 – Annexes aux comptes	284
6 – Présentation des comptes de l’AMF pour 2008	285

Présentation

de l'Autorité des marchés financiers

L'Autorité des marchés financiers est l'autorité publique indépendante qui veille à la protection de l'épargne et au bon fonctionnement des marchés financiers en France. Créée par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, l'Autorité des marchés financiers (AMF) est issue de la fusion de la Commission des opérations de bourse (COB), du Conseil des marchés financiers (CMF) et du Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF). L'Autorité des marchés financiers comprend un Collège et une Commission des sanctions. Pour remplir ses missions, elle s'appuie sur l'expertise de cinq Commissions consultatives, d'un Conseil scientifique et de 373 collaborateurs ; elle bénéficie d'une large autonomie financière et de gestion.

Missions

Aux termes de la loi, l'Autorité des marchés financiers a pour mission de veiller :

- > à la protection de l'épargne investie en produits financiers ;
- > à l'information des investisseurs ;
- > au bon fonctionnement des marchés.

L'Autorité des marchés financiers agit en coordination avec les autres autorités chargées du contrôle des professions financières et bancaires : Banque de France, Commission bancaire, Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI), Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM), Comité des entreprises d'assurance (CEA).

Dans un contexte de mondialisation des marchés financiers, l'Autorité des marchés financiers contribue à la régulation européenne et mondiale en participant aux instances internationales et en coopérant avec ses homologues étrangers.

Compétences

Le domaine d'intervention de l'Autorité des marchés financiers concerne :

- > les opérations et l'information financières des sociétés cotées ;
- > les marchés financiers et leurs infrastructures ;
- > les intermédiaires financiers (prestataires de services d'investissement, conseillers en investissements financiers, démarcheurs – en partage avec le CECEI et le CEA) ;
- > les produits d'épargne collective.

Pouvoirs

L'Autorité des marchés financiers :

- > édicte des règles ;
- > délivre des autorisations ;
- > contrôle et surveille les marchés et les acteurs de marché ;
- > sanctionne en cas de manquement.

Responsabilité

Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers est homologué par le ministre en charge de l'Economie.

Les décisions de l'AMF sont susceptibles de recours devant les juridictions judiciaires ou administratives. La gestion financière et comptable de l'AMF est soumise au contrôle de la Cour des comptes.

L'AMF fait rapport annuel au président de la République et au Parlement.

Comptes 2008

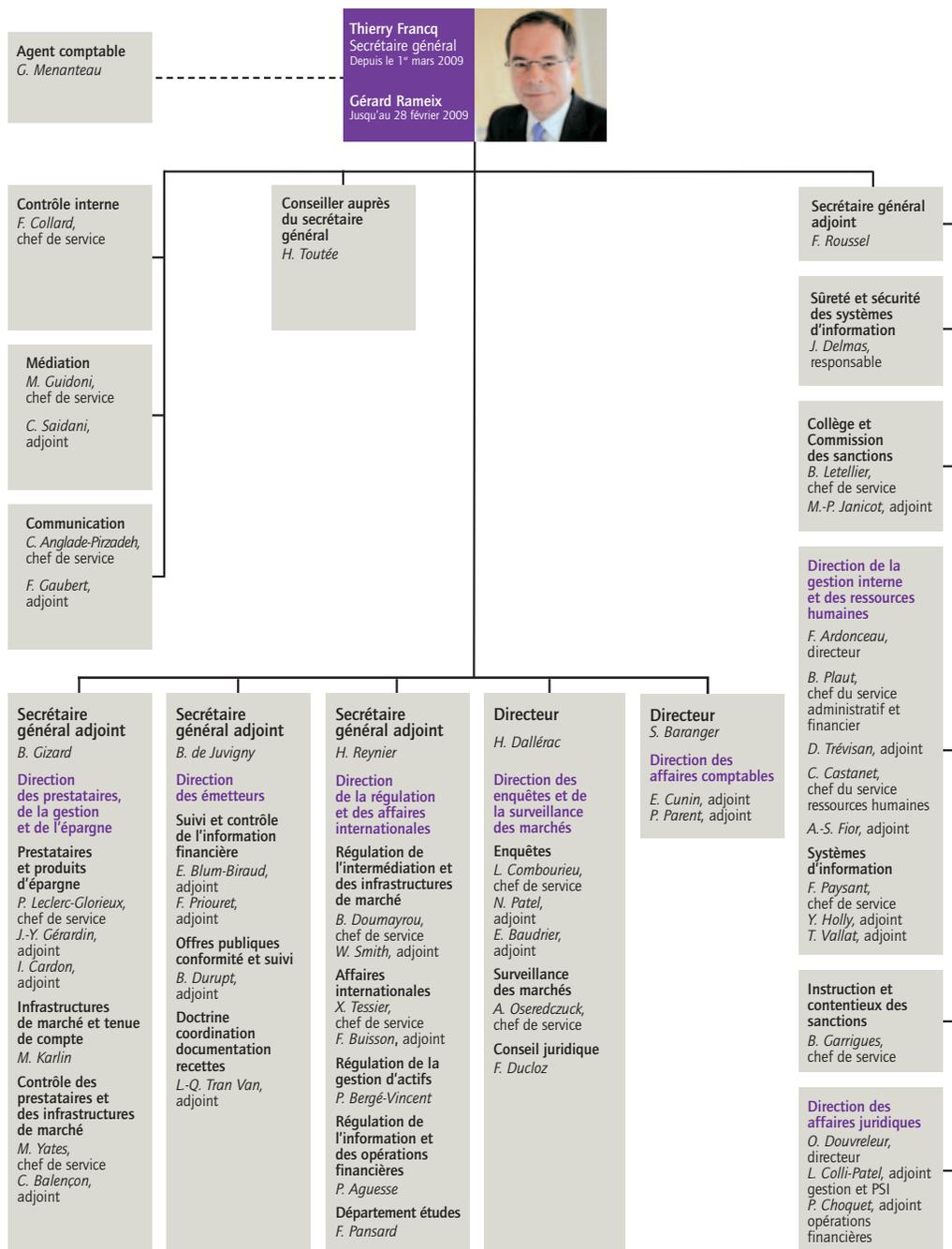
Produits d'exploitation :

64,63 millions d'euros

Charges d'exploitation :

65,24 millions d'euros

Organigramme des services de l'AMF



Le Collège de l'AMF

Le Collège de l'Autorité des marchés financiers comporte dix-sept membres. Il est l'organe décisionnel de l'AMF.

Ses compétences portent sur : l'adoption des nouvelles réglementations ; les décisions individuelles (conformité des offres, agréments, visas, etc.) ; l'examen des rapports de contrôle et d'enquête ; l'ouverture de procédures de sanction ou d'injonction ; en cas d'urgence, la suspension d'activité des professionnels contre lesquels une procédure de sanction est engagée ; l'arrêté du budget et l'approbation du compte financier de l'AMF, etc.



1 - Jean-Pierre Jouyet ① ② ③
Président, nommé par décret du président de la République.
(depuis le 15 décembre 2008)

Michel Prada
(jusqu'au 14 décembre 2008)

2 - Jacques Delmas-Marsalet ①
Conseiller d'Etat, désigné par le vice-président du Conseil d'Etat.

3 - Martine Ract-Madoux ②
Conseiller à la Cour de cassation, désigné par le premier président de la Cour de cassation.

4 - Philippe Adhémar ③
Conseiller maître à la Cour des comptes, désigné par le premier président de la Cour des comptes.

5 - Jean-Paul Redouin ①
Représentant de la Banque de France, désigné par le gouverneur.

6 - Jean-François Lepetit ③
Président du Conseil national de la comptabilité.

7 - Jean de Demandolx Dedons ①
Membre désigné par le président du Sénat.

8 - Jean-Michel Naulot ②
Membre désigné par le président de l'Assemblée nationale.

9 - Bernard Esambert ③
Membre désigné par le président du Conseil économique et social.



10 - Marie-Ange Debon ③

11 - Dominique Hoenn ②

12 - Olivier Poupert-Lafarge ①
(depuis le 15 décembre 2008)
Bernard Field
(jusqu'au 14 décembre 2008)

13 - Yves Mansion ②

14 - Jean-Pierre Pinatton ①

15 - Jean-Pierre Hellebuyck ②

16 - Jean-Claude Mothié ③
Représentant des salariés actionnaires désignés par le ministre de l'Economie.

Désignés par le ministre de l'Economie, après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'appel public à l'épargne, des sociétés de gestion d'organismes de placement collectifs et des autres investisseurs, des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux.

① Commission spécialisée n° 1

② Commission spécialisée n° 2

③ Commission spécialisée n° 3



Ramon Fernandez
Directeur général du Trésor et de la Politique économique
(depuis le 4 mars 2009)

Xavier Musca
(jusqu'au 3 mars 2009)

Commissaire du Gouvernement, désigné par le ministre de l'Economie. Il siège auprès de toutes les formations (Collège plénier, Commission des sanctions et commissions spécialisées) sans voix délibérative. Il peut demander une deuxième délibération.

La Commission des sanctions

La Commission des sanctions comporte douze membres. Elle peut prononcer des sanctions à l'égard de toute personne dont les pratiques sont contraires aux lois et règlements régissant l'appel public à l'épargne et le fonctionnement des marchés financiers, et qui sont de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché. Elle statue sur les griefs qui lui sont transmis par le Collège de l'AMF. Elle dispose d'une totale autonomie de décision dans l'accomplissement de sa mission.



1 - Daniel Labetoulle
Président de la Commission des sanctions.
Président de la première section.
Conseiller d'Etat désigné par le vice-président du Conseil d'Etat.

2 - Claude Nocquet-Borel
Présidente de la deuxième section.
Conseiller à la Cour de cassation désigné par le premier président de la Cour de cassation.



 section 1
 section 2



3 - Jean-Claude Hassan
Conseiller d'Etat désigné par le vice-président du Conseil d'Etat.
(depuis le 26 novembre 2008)

Jacques Bonnot
(jusqu'au 31 juillet 2008)

4 - Marielle Cohen-Branche
Conseiller à la Cour de cassation désigné par le premier président de la Cour de cassation.

5 - Alain Ferri
6 - Guillaume Jalenques de Labeau
7 - Pierre Lasserre
8 - Jean-Pierre Morin
9 - Antoine Courteault
10 - Jean-Claude Hanus

Membres désignés par le ministre de l'Economie.

11 - Joseph Thouvenel
12 - Jean-Jacques Surzur

Représentants des salariés des entreprises ou établissements prestataires de services d'investissement, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux, désignés par le ministre de l'Economie.



Ramon Fernandez
Directeur général du Trésor et de la Politique économique
(depuis le 4 mars 2009)

Xavier Musca
(jusqu'au 3 mars 2009)

Commissaire du Gouvernement, désigné par le ministre de l'Economie. Il siège auprès de toutes les formations (Collège plénier, Commission des sanctions et commissions spécialisées) sans voix délibérative. Il peut demander une deuxième délibération.

Indicateurs

la mesure des résultats atteints

Dans le cadre de sa démarche « Pour une meilleure régulation », l'AMF s'était engagée à se doter d'outils et d'indicateurs permettant de rendre compte de son efficacité et de ses performances vis-à-vis de la Place et des épargnants. Dans cette optique, elle établit un tableau annuel de performance constitué d'indicateurs, permettant de suivre en particulier les délais et les résultats de ses principales procédures dans le domaine de la gestion collective, des opérations financières des émetteurs, de la médiation, des contrôles et des sanctions.

Divers indicateurs de qualité de service et d'effectivité des contrôles de l'AMF sont ainsi publiés. Il s'agit d'abord d'indicateurs de délai, conçus comme un pourcentage de dossiers traités en une durée acceptable au regard de la réglementation applicable. Des notions, complémentaires à celle de délai d'instruction, ont été retenues, permettant d'analyser l'intervention du régulateur ou la qualité du traitement des dossiers.

1 – Indicateurs d'efficacité et de qualité de service

- **Dans le domaine du visa des documents des sociétés cotées** est indiqué le taux d'examen des documents de référence déposés auprès du régulateur.
- **Dans le domaine du contrôle des sociétés de gestion et des autres prestataires de services d'investissement**, le pourcentage d'établissements ayant fait l'objet d'un contrôle sur place au cours de l'année illustre les actions menées par le régulateur pour la supervision des acteurs.
- **Pour l'activité de médiation**, il s'agit du taux de succès des interventions du médiateur.
- **Dans le domaine des enquêtes**, des indications sur le nombre d'enquêtes ouvertes et leur taux de suite sont données. Il ne s'agit donc pas de simples statistiques d'activité dont les causes seraient purement exogènes, mais de témoins de la capacité du régulateur à se saisir de cas où la réglementation a potentiellement été violée. Est également publié un indicateur permettant de mesurer la proportion de dossiers d'enquêtes qui conduisent à un examen par la Commission des sanctions ou devant une autre autorité, ainsi que la proportion de dossiers donnant lieu à sanctions.

2 – Indicateurs de charge

- **L'AMF fournit des indicateurs de charge par service**, définis à partir du nombre d'acteurs ou d'opérations suivis par ses agents dans les différents domaines d'activité. Elle sera attentive à l'évolution de ces données, afin que le nombre d'opérations, de sociétés cotées, de sociétés de gestion et d'autres prestataires suivis par agent directement chargé de

l'instruction des dossiers, reste dans une fourchette permettant de garantir tant une présence suffisante du régulateur en termes de supervision des acteurs régulés, qu'une bonne utilisation des moyens internes à l'AMF.

3 – Indicateurs d'impact

- **L'AMF donne des indicateurs d'impact de sa régulation**, dans un contexte général où la compétitivité des cadres réglementaires est de plus en plus un facteur clé pour le développement des places financières. Il s'agit donc, essentiellement, de données transfrontières, permettant de vérifier que le schéma de régulation communautaire, tel que transposé et mis en œuvre en France, fonctionne effectivement au plan opérationnel et permet aux acteurs de développer aisément leur activité domestique ou exportatrice depuis leurs plates-formes nationales. L'AMF indique également la proportion des sociétés cotées qui déposent un document de référence, c'est-à-dire un rapport annuel aux standards de la directive Prospectus. Cette donnée est importante pour apprécier le degré d'adhésion volontaire des sociétés cotées aux normes spécifiquement françaises qui comptent parmi les plus élevées en termes de qualité de l'information financière.

Tableau de performances de l'AMF 2008

INDICATEURS D'EFFICACITÉ ET DE QUALITÉ DE SERVICE		2007	2008
Opérations et information financières des sociétés cotées	Taux de dossiers en cours d'instruction en fin de trimestre	20%	26%
	Taux d'examen approfondi des documents de référence	51%	56%
Gestion de l'épargne	Pourcentage de sociétés de gestion agréées en moins de 75 jours	83%	67%
	Délai moyen d'agrément des OPCVM (estimation)	22 jours	23 jours
Contrôle des sociétés de gestion et des prestataires de services d'investissement	Proportion des entités régulées ayant fait l'objet d'un contrôle sur place au cours de l'année	5% des prestataires de services d'investissement 8% des sociétés de gestion	7% des prestataires de services d'investissement 6% des sociétés de gestion
	Proportion des entités ayant fait l'objet d'un contrôle sur pièces au cours de l'année	100%	100%
	Pourcentage de contrôles menés en moins de six mois	58%	72%
	Pourcentage de cas dans lesquels le délai initial indiqué pour le contrôle a été respecté	Non disponible	89%
Relations avec les épargnants	Consultations traitées en moins d'un mois	88%	78%
	Médiations clôturées en moins de six mois	84%	70%
	Taux de médiations donnant lieu à accord entre les parties	66%	64%
Enquêtes	Nombre d'alertes de la surveillance des marchés ayant donné lieu à demande de dépouillement auprès d'un intermédiaire	486	470
	Nombre d'enquêtes clôturées	96 (46 à l'initiative de l'AMF, 50 sur saisine d'une autorité tierce)	95 (40 à l'initiative de l'AMF, 55 sur saisine d'une autorité tierce)
	Part des enquêtes domestiques clôturées en moins de 12 mois	87%	75%
	Taux de suite donnée aux enquêtes clôturées	61%	55%
Sanctions	Proportion de dossiers présentés à la Commission des sanctions donnant lieu à sanction	85%	63%
	Proportion des procédures devant la Commission des sanctions clôturées en moins de 12 mois	51%	44%

INDICATEURS DE CHARGE			
		2007	2008
Opérations et information financières des sociétés cotées	Nombre de sociétés cotées par chargé de dossiers	31	31
Gestion de l'épargne	Nombre de sociétés de gestion par chargé de dossiers	19	20
Intermédiaires et sociétés de gestion	Nombre d'entités régulées par chargé de contrôle sur pièces et sur place	61	66
Médiation et pédagogie envers les investisseurs	Nombre de dossiers de demandes de consultation ou de médiation traités par juriste	680	553

INDICATEURS D'IMPACT			
		2007	2008
Opérations et information financières des sociétés cotées	Taux de dépôt de documents de référence	57%	59%
	Nombre de notifications de passeports « export » pour les opérations financières	35 prospectus + 38 suppléments	42 prospectus + 40 suppléments
Gestion de l'épargne	Taux d'OPCVM commercialisés en France agréés par l'AMF	61%	63%
	Nombre de notifications « export » pour les sociétés de gestion	52	96
	Nombre de notifications de passeports « export » pour les OPCVM	Non disponible	Non disponible

Commentaires

Opérations et information financières des sociétés cotées

Le taux de dossiers en cours d'instruction en fin de trimestre se définit comme le nombre de dossiers en stock en fin de trimestre divisé par le nombre de nouveaux dossiers déposés au cours du trimestre (moyenne sur quatre trimestres). La procédure de visa des opérations financières rend difficile et peu pertinent un suivi des délais en raison des fréquents échanges entre les déposants et les services de l'AMF au cours de l'instruction.

Cet indicateur permet néanmoins d'approcher indirectement la notion de délai en montrant que le reliquat de dossiers en cours à chaque fin de trimestre correspond en moyenne au quart des dossiers traités au cours du trimestre. La légère dégradation de l'indicateur en 2008 s'explique, d'une part, par l'importance de l'activité sur le dernier trimestre 2008 (dossiers déposés sur le 4^e trimestre et qui étaient en cours au 31 décembre, en particulier des prospectus obligatoires et des prospectus relatifs à des opérations dites de *holding ISF*) et, d'autre part, par quelques introductions sur Alternext qui ont été décalées compte tenu de la conjoncture et qui figuraient dans l'encours au 31 décembre.

La moyenne est faite à partir des données observées à chaque fin de trimestre afin de lisser les éventuels effets de saisonnalité. Le résultat obtenu signifie que, si on fait l'hypothèse simplificatrice que les dossiers sont tous traités dans le même laps de temps, ils sont traités en moyenne en 14 jours. Ce chiffre est en ligne avec les différents délais réglementaires applicables (15 jours ouverts pour un document de base d'introduction, 10 jours ouverts pour une note d'opération, 20 jours ouverts pour un prospectus).

Le taux d'examen approfondi des documents de référence est égal au nombre de documents contrôlés de manière approfondie au cours de l'année considérée rapporté au nombre de documents déposés au cours de cette même année. L'AMF offre aux sociétés cotées qui le souhaitent la possibilité de déposer

un document de référence à l'occasion du rapport annuel, ce qui permet de faciliter l'instruction des dossiers d'opération en la centrant sur les caractéristiques de la note d'opération. Elle effectue une revue approfondie de ces documents par échantillonnage. En moyenne, le chiffre indiqué de 56% signifie que les documents de référence font l'objet d'une telle revue une fois tous les deux ans.

Gestion de l'épargne

En ce qui concerne le pourcentage de sociétés de gestion agréées en moins de 75 jours, le délai réglementaire pour l'agrément d'une société de gestion est de trois mois. Le délai d'agrément est en pratique inférieur à ce maximum puisque dans 67% (contre 83% en 2007) des cas il est de 75 jours. La baisse du taux des dossiers d'agrément de société de gestion de portefeuille instruits en moins de 75 jours par l'AMF est due à la complexité de certains dossiers et à la nécessité de faire valider des positions de doctrine nouvelles par l'AMF dans un contexte d'adaptation aux conditions issues de la transposition de la directive MIF.

La conjoncture difficile de l'année 2008 a par ailleurs eu pour conséquence une forte mobilisation des équipes AMF sur le suivi et l'accompagnement des SGP existantes.

Le délai moyen d'agrément des OPCVM correspond à une estimation effectuée sur la base des données de suivi des dossiers : à 23 jours. Il est nettement inférieur au délai réglementaire pour l'agrément d'un OPCVM qui est d'un mois.

Contrôle des sociétés de gestion et des prestataires de services d'investissement

La proportion des entités régulées ayant fait l'objet d'un contrôle sur place au cours de l'année est une résultante du contrôle systématique annuel sur documents des entités régulées par l'AMF (PSI et sociétés de gestion), effectué pour 100% des entités. Dans

un certain nombre de cas, ce contrôle permet de détecter des zones de risque dans certains établissements, qui motivent alors un contrôle sur place. En ajoutant les autres sources d'alerte portées à la connaissance de l'AMF, ce sont ainsi, selon les types d'établissements, entre 1 entité sur 14 et 1 sur 17 qui fait l'objet d'un contrôle sur place chaque année.

Pour le pourcentage de contrôles menés en moins de six mois, l'AMF est attentive à ce que ses contrôles sur place ne se prolongent pas indéfiniment, car ils représentent une charge significative pour les sociétés contrôlées. Dans 72% des cas, leur durée est inférieure à six mois. Il est cependant normal que certains contrôles plus délicats ou nécessitant des examens plus techniques réclament davantage de temps, tant du fait des investigations de l'AMF que du temps mis par les entités concernées à répondre aux questions posées en cours de contrôle.

De façon à suivre le pourcentage de cas dans lesquels le délai initial indiqué pour le contrôle a été respecté, l'AMF a mis en place en fin d'année 2007 une procédure permettant de communiquer un délai prévisionnel de contrôle aux établissements qui y sont soumis. Les premiers constats, établis fin février 2009 sur le respect de ce délai, font ressortir un taux de respect de 89%.

Relations avec les épargnants

Les chiffres mentionnés résultent des états de la base de données spécifique au Service de la médiation qui enregistre les saisines et chaque étape de l'instruction des dossiers.

Il faut souligner que le nombre de dossiers traités en 2008 est en augmentation sensible (1 473 consultations contre 1 268 en 2007 et 739 médiations au lieu de 493 en 2007), ce qui explique la légère dégradation des indicateurs en 2008. La charte de la médiation prévoit les conditions de traitement des dossiers et un délai de trois mois à compter du moment où les éléments utiles sont réunis

tant du côté du plaignant que du mis en cause – ce qui prend en général trois mois environ. Au total, une très grande majorité de dossiers sont traités en moins de six mois entre la saisine du médiateur par le plaignant et la réponse apportée.

Le taux de médiations donnant lieu à un accord entre les parties, en légère diminution, s'applique à un nombre de dossiers en forte hausse.

Enquêtes

Le nombre d'alertes de la surveillance des marchés ayant donné lieu à demande de dépouillement auprès d'un intermédiaire provient du système de surveillance des variations de cours atypiques de l'AMF, qui produit un grand nombre d'alertes automatiques. Après examen, une partie d'entre elles paraît suffisamment significative pour qu'il soit jugé opportun d'identifier les intervenants sur les valeurs concernées, au moyen d'une demande de dépouillement adressée à un ou plusieurs intermédiaires. Chaque jour, l'AMF demande ainsi en moyenne des informations détaillées sur les transactions passées sur deux ou trois titres.

Le taux de suite donnée aux enquêtes clôturées est la proportion des enquêtes pour lesquelles la commission spécialisée décide d'une suite qui n'est ni le classement ni l'envoi d'une simple lettre d'observations, mais se traduit par une notification de griefs et le renvoi devant la Commission des sanctions, ou par le renvoi à une autorité tierce. Il se peut en effet qu'à l'issue d'une enquête, il n'existe pas suffisamment d'éléments probants pour engager une procédure de sanction. Dans plus de la moitié des cas cependant (55%), une telle procédure est engagée, ce qui montre la pertinence des décisions d'ouverture d'enquête.

La part des enquêtes clôturées en moins de 12 mois se calcule en nombre d'enquêtes clôturées au cours de l'année qui ont été

ouvertes moins de douze mois auparavant par rapport au nombre total d'enquêtes ouvertes la même année. L'AMF s'est donné comme objectif de clôturer le maximum d'enquêtes en 12 mois. Toutefois, eu égard à la complexité de certains dossiers, il est pratiquement inévitable que dans une minorité de cas, ce délai soit dépassé.

Sanctions

Proportion des procédures devant la Commission des sanctions traitées en moins de 12 mois : l'AMF s'est donné comme objectif de mener le maximum de procédures de sanctions en moins de 12 mois à compter de l'envoi de la notification des griefs. Elle atteint d'ores et déjà cet objectif dans près de la moitié des cas.

La proportion de dossiers présentés à la Commission des sanctions donnant lieu à sanction correspond au fait que, parmi les dossiers pour lesquels la commission spécialisée estime, à l'issue de l'enquête, qu'il peut y avoir matière à sanction, la Commission des sanctions ne prend véritablement de décision de sanction que dans une certaine proportion des cas. En effet, parmi les personnes vis-à-vis desquelles la commission spécialisée a estimé, à l'issue de l'enquête ou du contrôle, qu'il pouvait y avoir matière à sanction, la Commission des sanctions prend sa décision à l'issue de l'instruction contradictoire du dossier et au vu de l'analyse juridique des manquements reprochés, effectués par le rapporteur avec l'assistance du Service de l'instruction et du contentieux des sanctions.

Indicateurs de charge

Pour le nombre d'entités régulées par chargé de dossier, ont été comptabilisés les effectifs chargés directement de l'instruction des dossiers, à l'exception du personnel d'encadrement et chargé des fonctions de soutien et d'appui.

S'agissant des opérations des sociétés cotées, sont inclus les effectifs concernés de la Direction des affaires comptables et de la Direction des émetteurs, lesquelles sont impliquées dans l'examen des documents visés par l'AMF.

S'agissant des sociétés de gestion, sont inclus les agents chargés de l'agrément et du suivi des sociétés de gestion, et ceux chargés du suivi de l'agrément et du suivi des OPCVM. Selon les secteurs concernés, le nombre d'entités suivies par chargé de dossier varie de 19 à près de 20 en 2008 (sociétés de gestion) à 66 (contrôle sur pièce et sur place des sociétés de gestion et des prestataires). L'AMF est attentive à maintenir cette proportion relativement stable, pour assurer un niveau de présence et de service satisfaisant.

Au Service de la médiation, un calcul par rapport à un nombre d'entités régulées n'a pas de sens dans la mesure où ce service répond à des saisines extérieures, essentiellement par des investisseurs individuels ; le choix a donc été fait de communiquer plutôt le nombre de dossiers traités par juriste, sachant que le service comprend, autour du médiateur, quatre juristes. En 2008, le nombre de dossiers traités par juriste a légèrement diminué par rapport à 2007 en raison de la création d'un poste de juriste junior. Toutefois, les questions soulevées par les dossiers se sont révélées plus complexes, ce qui explique l'allongement des délais. Parallèlement au traitement des dossiers de consultation et de médiation, le service a développé en 2008 son activité au niveau européen, notamment dans le cadre du réseau FIN-NET. Il s'est également attaché, comme le préconise la directive MIF, à promouvoir les modes de règlement amiables des litiges, auprès des professionnels et d'un plus large public.

Indicateurs d'impact

Le taux de dépôt de documents de référence correspond au nombre de documents déposés au cours de l'année considérée sur le total des sociétés cotées sur Euronext Paris au 31 décembre de cette même année.

Un taux de dépôt de 59% signifie que plus d'une société cotée sur deux utilise la possibilité offerte par l'AMF de déposer le rapport annuel sous le format d'un document de référence pouvant servir de base pour d'éventuelles opérations, ce qui démontre la pertinence de ce schéma.

Le nombre de notifications de passeports « export » pour les opérations financières est le nombre de dossiers d'opérations financières visées en France et adressées à un autre régulateur européen pour une offre au public dans un autre Etat membre.

Le taux d'OPCVM commercialisés en France agréés par l'AMF est le nombre d'OPCVM à vocation générale agréés par l'AMF divisé par le nombre total d'OPCVM autorisés à la commercialisation en France au 31 décembre de l'année considérée. Le dénominateur est calculé à partir du total du stock des fonds agréés par l'AMF et du stock des fonds ou compartiments passeportés vers la France après agrément par une autre autorité européenne. Cet indicateur représente le taux de contrôle direct de l'AMF sur les produits de gestion collective proposés aux épargnants français. 63% des OPCVM pouvant être souscrits sur le marché français sont agréés par l'AMF.

Ce *ratio* témoigne de la vitalité de la France comme place de domiciliation pour les fonds et permet au régulateur de maintenir son niveau de compétence sur les produits innovants. L'AMF n'a pas vocation à agréer 100% des produits proposés sur le marché français, puisqu'un mécanisme de passeport a été introduit pour permettre aux OPCVM de bénéficier du marché intérieur européen. Toutefois, l'AMF est attentive à conserver une bonne maîtrise des produits commercialisés dans sa juridiction.

Nombre de notifications « export » pour les sociétés de gestion : il s'agit du nombre de dossiers adressés par l'AMF à un de ses homologues pour l'usage du passeport européen (libre établissement ou libre prestation de services) par une société de gestion française qui souhaite fournir ses prestations dans un autre pays membre.

Le nombre de notifications de passeports « export » pour les OPCVM est le nombre d'attestations de conformité à la directive OPCVM délivrées à des OPCVM français pour une commercialisation dans un autre Etat membre.

Ces trois données (la troisième ne sera toutefois disponible qu'*a posteriori* pour 2009 pour des raisons techniques : la base de données correspondante sera opérationnelle courant 2009) illustrent la vitalité des sociétés françaises et montrent le travail d'accompagnement des acteurs français à l'export effectué par l'AMF, dans le cadre des procédures prévues pour le bon fonctionnement du marché intérieur européen.

CHAPITRE 1

L'évolution des marchés financiers en 2008

1 – Les marchés du crédit	26
2 – Les marchés d'actions	46
3 – Les marchés de produits dérivés	60
4 – Les produits de gestion pour compte de tiers	62

Principales évolutions du marché financier français⁽¹⁾

	2007	2008	Variation 2008/2007
Marchés boursiers des valeurs françaises			
Nombre de sociétés cotées (Euronext et Alternext)	1 088	1 077	- 1,0%
Capitalisation domestique (données en fin d'année, en milliards d'euros)	2 711,4	1917,4	29,3%
- <i>Actions</i> ¹	1895,2	1 073,6	- 43,4%
- <i>Obligations</i> ⁽²⁾	816,2	843,8	3,4%
Capitaux levés lors des introductions (milliards d'euros)	3,4	0,06	- 81,5%
Émissions de titres de capital (milliards d'euros) ⁽³⁾	30,0	27,4	- 8,5%
Émissions de titres de créance (milliards d'euros) ⁽⁴⁾	114,2	143,6	25,7%
- <i>Etat</i>	57,0	82,7	45,1%
- <i>Émetteurs privés</i>	57,2	60,9	6,5%
Transactions ⁽⁵⁾ (milliards d'euros)	1 995,7	1 736,7	- 13,0%
- <i>Actions</i>	1 991,8	1 733,8	- 13,0%
- <i>Obligations</i> ⁽⁵⁾	3,9	2,9	- 25,2%
Placements collectifs (SICAV + FCP), données fin d'année⁽⁶⁾			
- <i>Actifs gérés</i> ⁽⁷⁾	1 351,6	1 143,3	- 15,4%
- <i>Nombre</i>	8 243	8 301	0,7%

Source : AMF-Euronext Paris

(1) Sauf mention contraire, les statistiques relatives aux marchés d'actions portent sur Euronext, Alternext et le Marché libre.

(2) Y compris emprunts d'Etat (source : Euronext Paris).

(3) Sont compris : les émissions en numéraire par appel public à l'épargne (APE), les levées d'options, les exercices de bons de souscription d'actions, les paiements de dividende en actions et enfin les émissions réservées.

(4) Sont ici considérées toutes les émissions de l'Etat et des émetteurs privés sur Euronext Paris (y compris les émetteurs d'obligations foncières).

(5) Transactions *Electronic Order Book*.

(6) SICAV : sociétés d'investissement à capital variable. FCP : fonds communs de placement. Ces données ne comprennent pas les FCPE (fonds communs de placement d'entreprise) ni les SICAVAS, SICAV ayant pour objet la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières émises par l'entreprise.

(7) Calcul effectué sur la base du dernier actif net connu.

1

2

3

4

5

6

7

8

1 – Les marchés du crédit

A – Les marchés du crédit : épice centre d'une crise financière globale sans précédent

La crise financière qui a ébranlé les marchés financiers mondiaux a débouché à partir de septembre 2008 à la suite de la faillite ou quasi-faillite de grandes institutions financières américaines et européennes, sur un mouvement de doute croissant quant à la qualité, la fiabilité et la valorisation des instruments de crédit au sens large. Dans de nombreux pays, les marchés du financement inter-bancaire ont été paralysés, les banques ne pouvant à peu près plus y lever de fonds à plus d'un jour. La situation du marché du crédit s'est alors fortement dégradée, les écarts de taux entre les titres d'Etat et les obligations des sociétés ont atteint des niveaux record en octobre, les marchés boursiers ont violemment chuté et la volatilité boursière s'est vivement accrue. Face à cette détérioration de la situation, l'implication massive et concertée des pouvoirs publics et des banques centrales, notamment *via* l'injection de liquidités dans le système financier international, a contribué à l'amélioration du fonctionnement du marché du financement à court terme. En revanche, les dégradations des perspectives de croissance⁽¹⁾ ont contribué à accentuer ce climat de défiance généralisé. Situé au cœur de la crise actuelle, le marché du crédit, et notamment des produits de financement structuré, a particulièrement été touché, la hausse importante des coûts de financement et une sélectivité accrue des titres ont alors modifié l'équilibre offre-demande sur ces marchés, ce qui s'est notamment traduit par une faible liquidité sur le marché secondaire.

1 > Des divergences dans l'action des banques centrales qui se répercutent sur l'évolution des taux d'intérêt

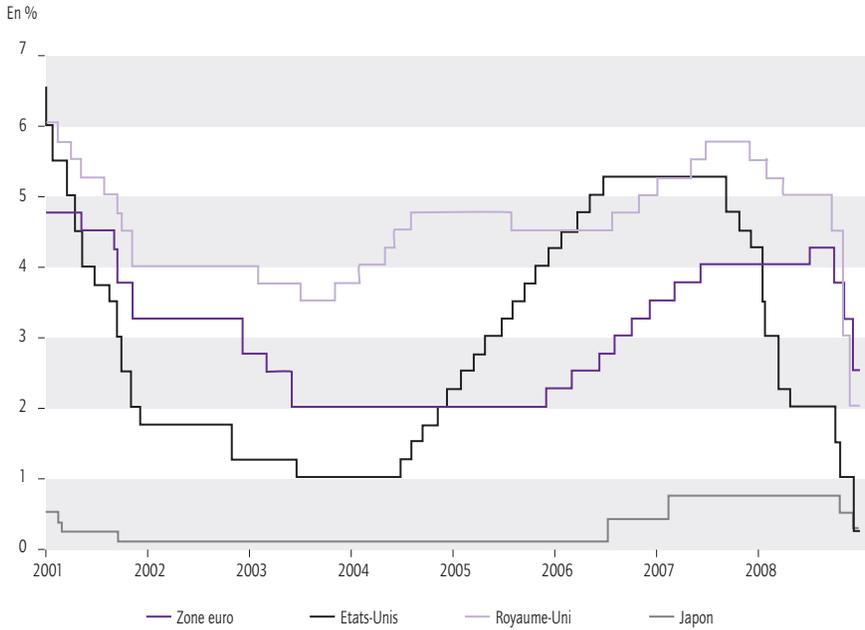
De nombreux facteurs, parfois contradictoires, ont influencé les marchés de taux d'intérêt en 2008. Ces derniers ont subi des mouvements assez marqués, du fait d'un environnement macrofinancier instable, caractérisé par un niveau élevé d'incertitude et une crise de liquidité majeure.

Au cours du premier semestre, les stratégies monétaires des banques centrales ont présenté certaines divergences de part et d'autre de l'Atlantique, notamment dans l'arbitrage difficile entre croissance, inflation et gestion de la crise bancaire. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a poursuivi une politique monétaire fortement expansionniste pour lutter prioritairement contre les risques d'un ralentissement trop prononcé de l'activité économique et enrayer la chute des marchés financiers. Le taux des *fed funds* a ainsi perdu près de 225 points de base au cours du premier semestre pour atteindre 2% à la fin du mois de juin. La Banque centrale européenne, en revanche, est restée plus attentive à la hausse du taux d'inflation – induite par le renchérissement des matières premières et des denrées alimentaires – qui a atteint + 4% en rythme annualisé en juin dans la zone euro, niveau supérieur à son objectif de moyen terme. Elle a en conséquence choisi de maintenir inchangé son principal taux de refinancement à 4% au cours du premier semestre et a même procédé à une légère augmentation de 25 points de base début juillet (graphique 1).

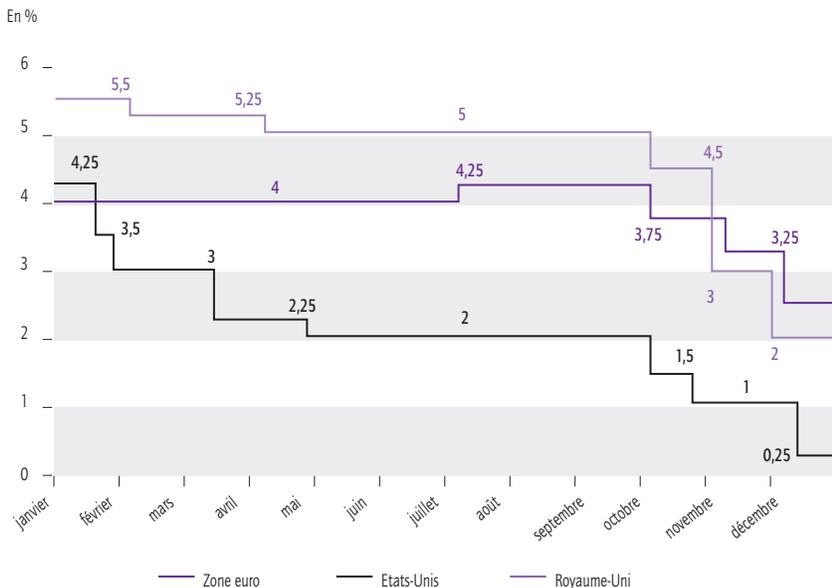
En dépit des orientations divergentes aux Etats-Unis et dans la zone euro, les taux des emprunts d'Etat ont connu une évolution similaire sur les deux continents, caractérisée par une hausse d'environ 100 points de base sur le premier semestre, mouvement qui doit être relié à l'accentuation des tensions inflationnistes au cours de cette période.

(1) A titre d'exemple, les prévisions de croissance mondiale annoncées par le FMI en novembre ont été ramenées à 2,2% pour l'année 2009 (5,1% pour les pays émergents et - 0,3% pour les pays avancés).

Graphique 1 : principaux taux d'intérêt directeurs (en %)

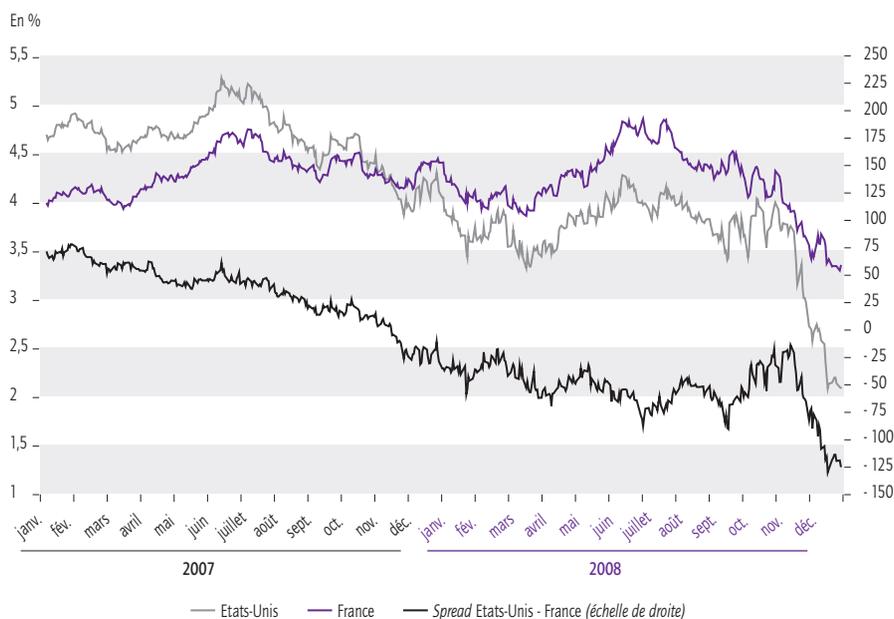


Focus sur 2008



A partir de la fin du mois de juin, les marchés d'emprunts d'Etat ont tiré profit de réallocations de portefeuilles et d'un mouvement de fuite vers la qualité. Il en a résulté une rupture de la tendance haussière des taux longs et le passage à une phase baissière, plus ou moins marquée selon les zones (graphique 2).

Graphique 2 : taux d'intérêt sur emprunts d'Etat à 10 ans (%) et spread Etats-Unis - France (points de base)

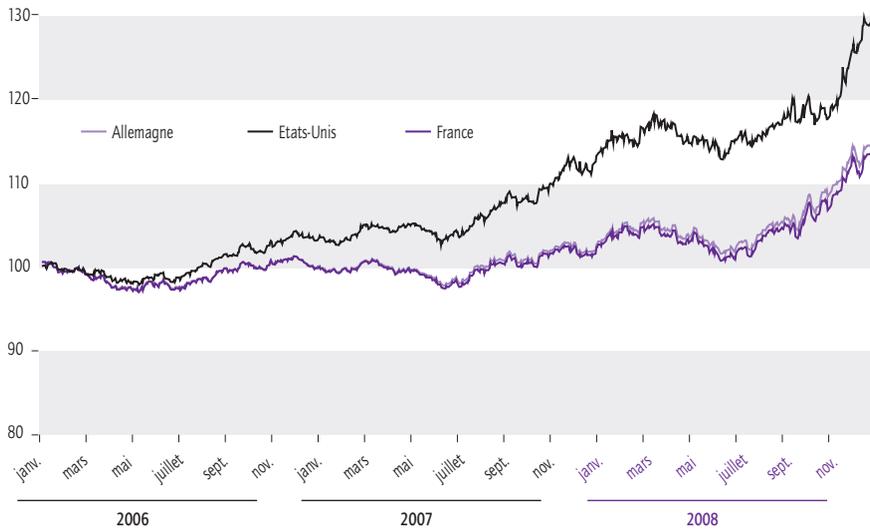


Source : Datastream

Les turbulences financières, loin de s'atténuer, ont au contraire repris de la vigueur en septembre, avec la faillite de Lehman Brothers, suscitant un nouveau mouvement de panique qui a alimenté les tensions sur le marché monétaire, en raison des réticences accrues des banques à se prêter entre elles. Face à une crise bancaire sans précédent, la plupart des banques centrales ont procédé à des injections massives de liquidités et ont assoupli considérablement leur politique monétaire. Les taux directeurs ont ainsi atteint fin 2008 des niveaux historiquement bas, soit 0,25% aux Etats-Unis, 1,5% au Royaume-Uni et 2% dans la zone euro.

Les marchés obligataires ont dès lors évolué en phase avec l'orientation des conjonctures et des politiques monétaires. Les taux d'intérêt à long terme sur emprunts d'Etat se sont ainsi sensiblement détendus pour atteindre aux Etats-Unis 2% à la fin de l'année (soit une correction de plus de 200 points de base depuis leur plus haut de l'été). Dans la zone euro, où les perspectives en matière de politique monétaire se présentaient différemment, le mouvement a été plus tardif mais de forte ampleur en fin d'année. En France, ils ont atteint 3,3% en fin d'année, soit une baisse de l'ordre de 150 points de base par rapport à la fin du mois de juin. Sur l'année, les indices obligataires souverains ont enregistré des performances record, de près de 15% aux Etats-Unis et de 12% en Allemagne et en France (graphique 3).

**Graphique 3 : performance comparée des indices obligataires
Souverains (base 100 = 01/01/2006)**



Source : Bloomberg

2 > Les principales caractéristiques de la crise

a) Une crise de liquidité de grande ampleur et les réactions des pouvoirs publics

La liquidité de marché a été sévèrement perturbée à plusieurs reprises depuis l'éclatement de la crise du *subprime* à l'été 2007. Au départ cantonnée aux Etats-Unis et à certains compartiments du marché des billets de trésorerie adossés à des actifs (*asset-backed commercial paper* – ABCP), cette crise de liquidité s'est très rapidement diffusée au « cœur » même du système financier, à savoir les marchés interbancaires, à la suite de la faillite de la banque Lehman Brothers et de la reprise par l'Etat des deux agences fédérales, Fannie Mae et Freddie Mac, et du premier assureur mondial, AIG. A l'origine de la crise, on trouve la baisse forte et brutale de la valeur des actifs utilisés en garantie et la vente forcée du *commercial paper* émis par Lehman Brothers, qui a entraîné la faillite de nombreux fonds. La crainte que d'autres fonds monétaires ne fassent faillite a alors engendré un mouvement de défiance généralisée et des demandes massives de remboursement de la part des investisseurs. Les fonds ont alors été contraints de vendre leurs actifs, parfois même ceux de bonne qualité, sur des marchés peu liquides, dans un contexte où le recours à l'effet de levier, qui avait constitué un soutien notable au marché du crédit ces dernières années, s'est fortement amenuisé. Les écarts de crédit sur ces marchés de court terme ont atteint des niveaux inégalés au début du mois d'octobre, lorsque les prêteurs ont commencé à mettre en doute la capacité de remboursement de leurs contreparties. Les opérations à plus d'un jour se sont alors raréfiées sur les marchés interbancaires de nombreux pays. Au plus fort de la crise, l'indicateur de risque sur le marché européen, mesuré par l'écart

1

2

3

4

5

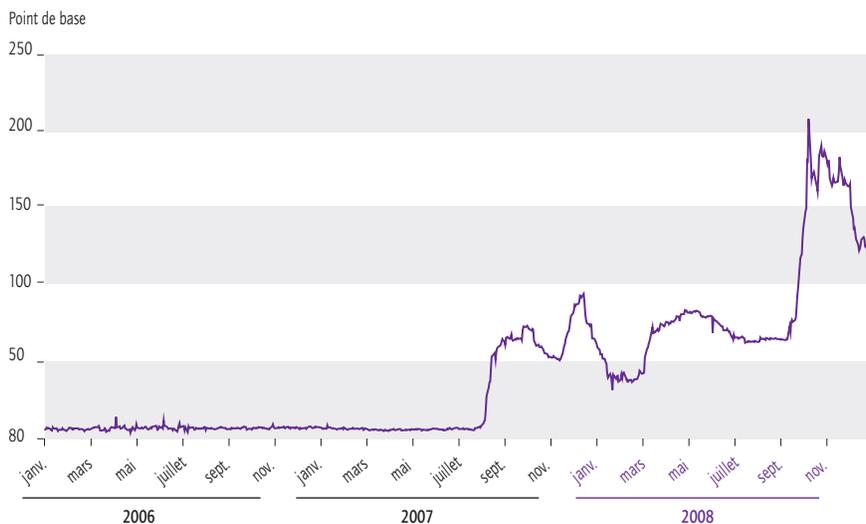
6

7

8

entre l'Euribor 3 mois et le taux de *swap* indexé sur l'Eonia⁽²⁾, a été multiplié en quelques semaines par 3 passant de 60 à plus de 200 points de base, la déconnexion entre ces deux taux mesurant la chute de confiance sur les marchés interbancaires européens (graphique 4).

Graphique 4 : écarts entre l'Euribor 3 mois et le taux de *swap* indexé sur l'Eonia



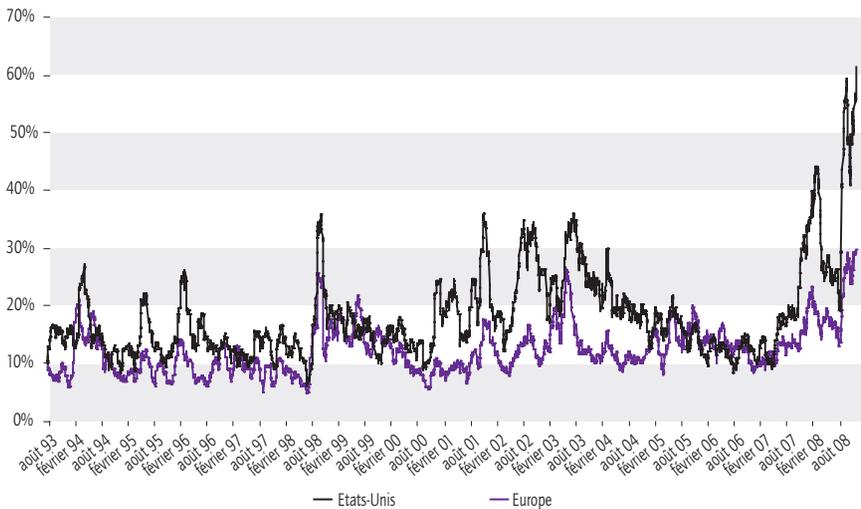
Source : Bloomberg

Dans ce contexte exceptionnel de crise, on a assisté à un changement sensible des politiques publiques vis-à-vis des institutions financières. D'un côté, les banques centrales ont procédé, de manière concertée, à un ajustement significatif des cadres opérationnels de la politique monétaire pour garantir le financement de l'économie, notamment par la mise en œuvre d'un allongement des maturités auxquelles elles allouent des liquidités, par un élargissement des contreparties, avec une évolution particulièrement notable aux Etats-Unis où les banques d'investissement ont maintenant accès à la facilité de prêt de la Fed et, enfin, par une plus grande coordination entre les banques centrales qui comprend également la signature d'accords de *swap* entre banques centrales. De l'autre côté, les pouvoirs publics ont contribué au refinancement à plus long terme des banques et par là de l'économie par l'octroi de garantie et ont mis en place des plans de recapitalisation pour renforcer les fonds propres des institutions et ainsi garantir leur solvabilité.

(2) Son homologue américain, le TED *spread*, qui mesure la différence entre le taux sans risque et le Libor, a été multiplié par 5 sur la même période.

Malgré ces interventions massives, les incertitudes des principaux intervenants sur les marchés sont restées fortes, comme l'illustre l'évolution de la volatilité historique du marché obligataire qui a atteint des niveaux record dans la zone euro comme aux Etats-Unis (graphique 5).

Graphique 5 : volatilité historique sur les marchés de taux (en %)



Source : Datastream

b) Une forte dégradation de la qualité du crédit au niveau mondial, s'aggravant en fin d'année

Situées encore à des niveaux relativement faibles fin 2007, les primes de risque sur le marché obligataire *corporate* ont été brutalement réévaluées, au moment de la faillite de Lehman Brothers, sur l'ensemble des compartiments du marché quel que soit leur niveau de risque. De l'ordre 150 points de base à la fin décembre 2007, les *spreads* AAA et BBB ont avoisiné des niveaux record de respectivement 260 et 450 points de base à la mi-octobre.

1

2

3

4

5

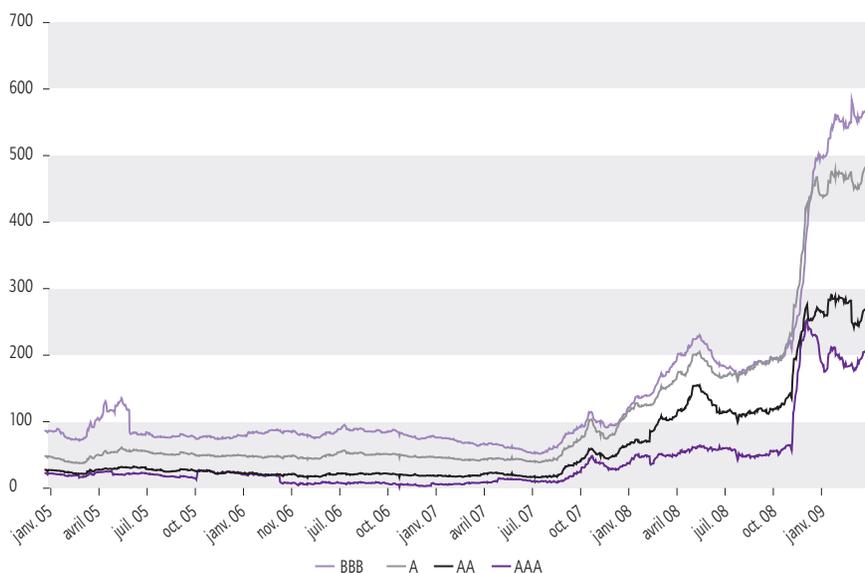
6

7

8

Toutefois, les semaines qui ont suivi se sont traduites par des évolutions assez contrastées : alors que les *spreads* des *corporate* BBB, les plus mal notés, ont poursuivi un mouvement de hausse pour atteindre des niveaux très élevés de 580 points de base, les *spreads* des *corporate* les mieux notées ont enregistré un mouvement de baisse assez net, traduisant un retour des investisseurs vers un comportement de discrimination du risque. C'est tout particulièrement le cas pour les tranches AAA dont les *spreads* sont revenus sous le seuil des 200 points de base en fin d'année. L'élargissement brutal des *spreads* et leur maintien à un niveau durablement élevé ont été particulièrement marqués pour le secteur financier, reflétant ainsi les graves tensions observées sur les marchés, notamment après l'annonce du défaut de la banque Lehman Brothers, et traduisant l'incertitude quant à l'ampleur et à la distribution des pertes des institutions financières (page 36). En 2008, les *spreads* des obligations de sociétés financières notées AAA et BBB se sont inscrits en hausse respectivement de plus de 200 et 1 570 points de base, contre 125 et 460 points de base pour les sociétés non financières (graphique 6).

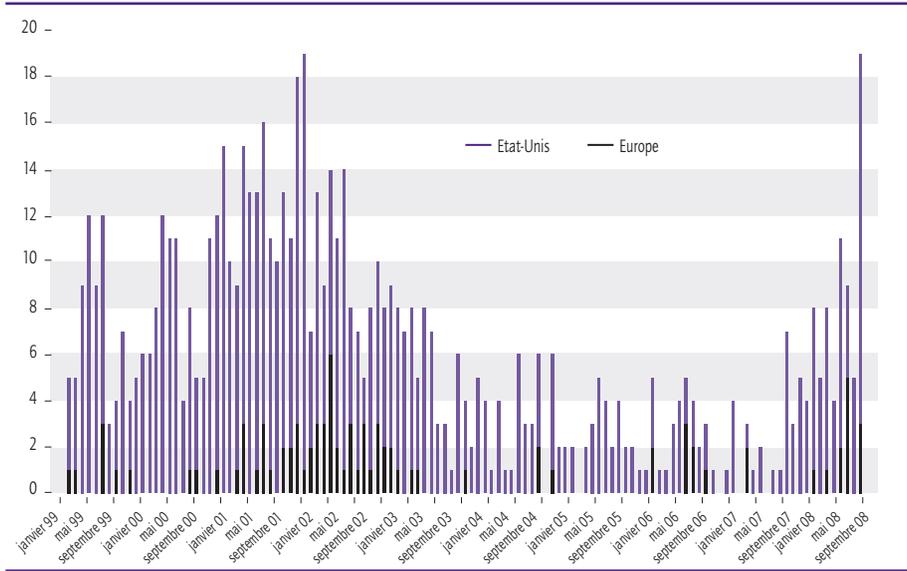
Graphique 6 : indice Iboxx des *spreads* de crédit en Europe depuis janvier 2005



Source : Datastream

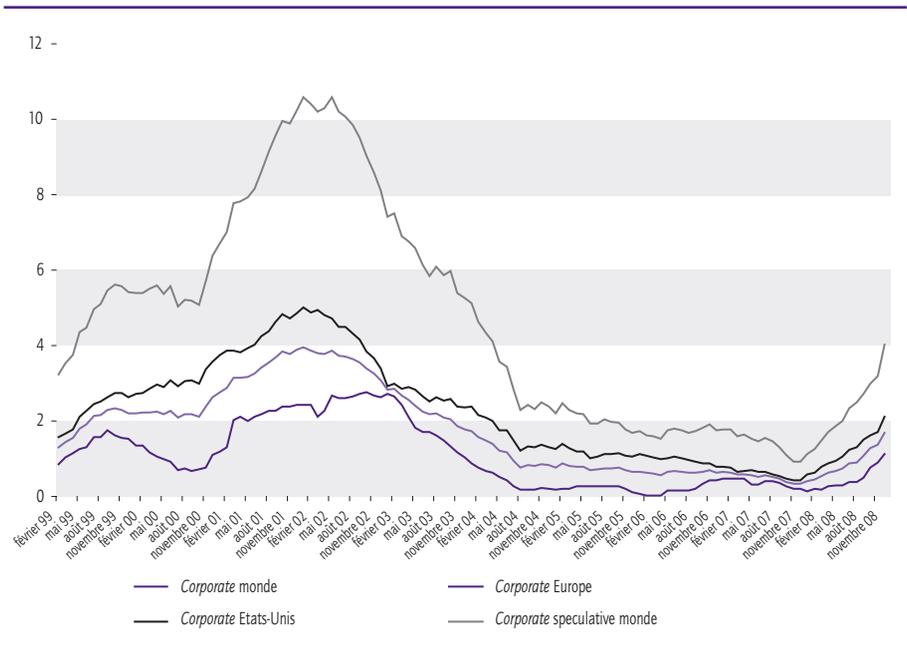
Encore jugée satisfaisante en 2007, la qualité du crédit, mesurée par l'évolution des taux de défaut et les révisions de notation par les agences, s'est détériorée en 2008 aux Etats-Unis comme en Europe, notamment en fin d'année. Ainsi, le nombre de défauts au niveau mondial s'est établi à 104 en 2008, contre 18 sur l'ensemble de l'année 2007 (graphique 7). Au cours de la même période, les montants des défauts ont explosé, atteignant 226 milliards de dollars (dont 147 concernant le défaut de Lehman Brothers) contre 6 milliards de dollars en 2007. Le taux de défaut des *high yield*, après un plus bas historique de 0,12% atteint en janvier 2008, s'est brusquement redressé pour atteindre 4,01% en fin d'année 2008 (graphique 8).

Graphique 7 : nombre de défauts d'émetteurs européens et américains



Sources : Datastream, Moody's

Graphique 8 : taux de défaut (%)



Sources : Datastream, Moody's

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8

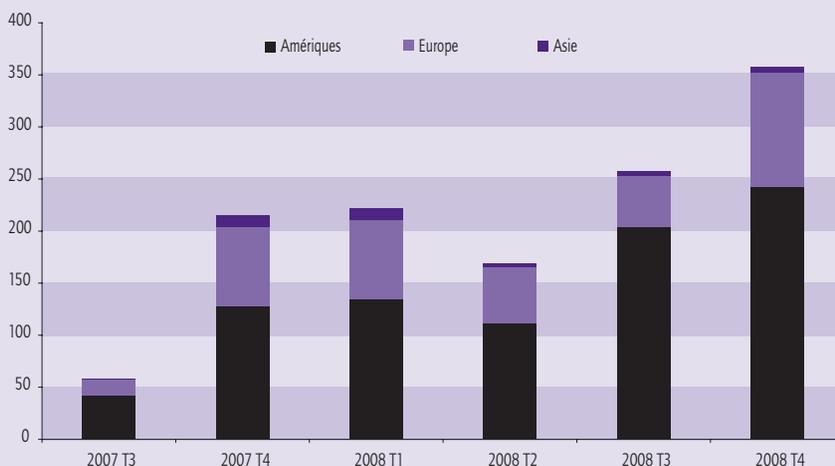
Bilan provisoire des pertes du secteur bancaire et financier : 1 000 milliards de dollars de dépréciations et pertes sur crédit enregistrées en 2008

Au niveau mondial, le montant total des dépréciations et pertes sur crédits enregistrées entre le 3^e trimestre 2007 et la fin de l'année 2008 s'élève à près de 1 300 milliards de dollars dont 1 000 milliards de dollars sur la seule année 2008, avec un pic au 4^e trimestre. Près de 69% des pertes et dépréciations sont concentrées aux Etats-Unis, 29% en Europe, dont une bonne partie en Suisse et au Royaume-Uni, tandis que les 2% restant concernent les pays d'Asie. Aux Etats-Unis près de 700 milliards de dollars de pertes ont été enregistrées en 2008 dont 200 milliards imputables à plusieurs établissements financiers qui n'avaient pas encore subi de fortes dépréciations comme AIG (68 milliards de dollars), Freddie Mac (69 milliards de dollars) ou Fannie Mae (62 milliards de dollars).

Les banques américaines demeurent durablement et plus fortement touchées par la crise récente mais leurs homologues européennes sont depuis 2008 à leur tour affectées par les turbulences financières à l'instar des banques anglaises et suisses.

Wachovia, avec 101,9 milliards de dollars (dont 49,9 milliards de dollars au cours du 4^e trimestre), est passée en tête du classement des banques les plus touchées par la crise, suivie de près par Citigroup avec 101,8 milliards de dollars de pertes enregistrées. Les établissements bancaires français arrivent en 21^e position pour la Société Générale avec 8,5 milliards de dollars de pertes et dépréciations, suivie par Natixis (24^e position), Crédit Agricole (25^e position) et BNP (29^e position). En outre, face à l'aggravation de la crise, le FMI a révisé, début 2009, à la hausse ses prévisions de pertes potentielles, à 2 810 milliards de dollars pour l'ensemble du secteur bancaire.

Dépréciations et pertes sur crédits du secteur financier (y compris les assureurs) entre le 3^e trimestre 2007 et le 4^e trimestre 2008 (en milliards de dollars)

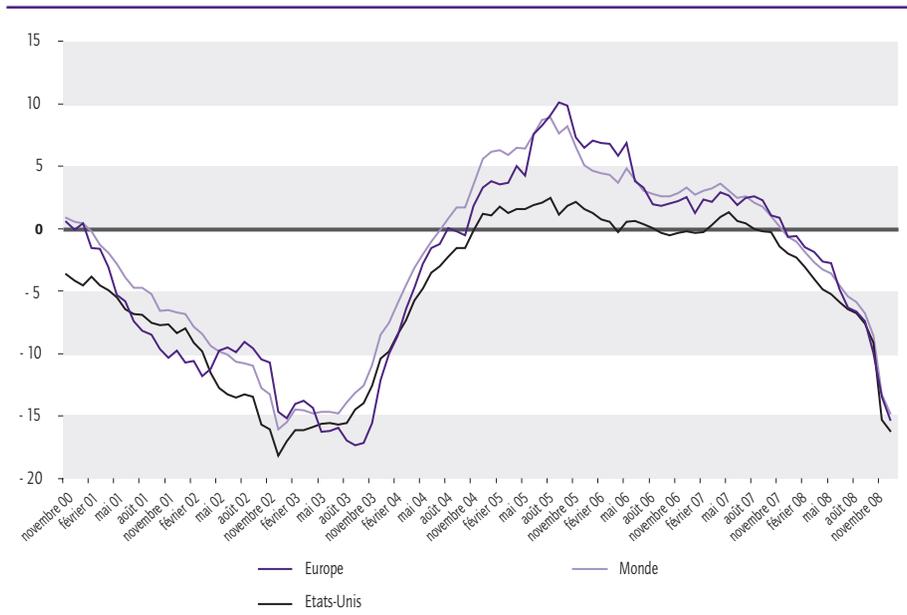


Source : Bloomberg

Pour faire face à ces fortes dépréciations, les banques les plus affectées ont été contraintes de lever des capitaux pour améliorer leurs *ratios* de solvabilité. Le montant global des levées de capitaux observées entre le 3^e trimestre 2007 et fin 2008 atteint 900 milliards de dollars au niveau mondial, dont 523 milliards pour les Etats-Unis et 327 milliards pour les pays d'Europe. 40% des montants de capitaux ont été levés au 4^e trimestre 2008. Début 2009, les nouveaux capitaux propres ont permis de compenser près de 85% des dépréciations enregistrées. Aux Etats-Unis, 70% des dépréciations sont couvertes par ces levées de fonds tandis qu'en Europe ces recapitalisations couvrent en totalité les dépréciations subies. Par ailleurs, des disparités sont observées au niveau des établissements et sont en partie expliquées par les plans de sauvetage mis en œuvre pour chaque établissement.

Cette dégradation de la qualité du crédit à partir de la fin 2007 trouve également une illustration dans les révisions de notations des agences. Depuis le quatrième trimestre 2007, les abaissements de notation sont devenus plus nombreux que les rehaussements, ce qui ne s'était pas produit depuis l'été 2004, ce mouvement s'amplifiant tout au long de l'année 2008. Dans le cas des institutions financières, les dégradations de note – ou leur anticipation par le marché – ont pu, du fait de leur impact pour ces sociétés, notamment en termes d'appels de marge, contribuer à alimenter la crise de liquidité (graphique 9).

Graphique 9 : rehaussements de notes, nets des dégradations, rapportés au nombre de sociétés notées (*rating drift*)



Sources : Datastream ; Moody's

1

2

3

4

5

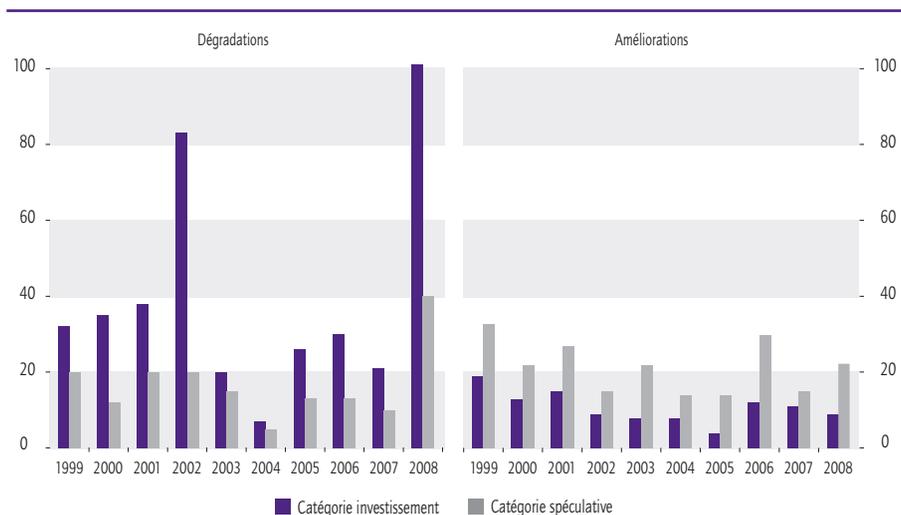
6

7

8

En France, une tendance similaire est observée avec une forte dégradation de la qualité du crédit à partir du 3^e trimestre 2008, notamment 60% des dégradations étant concentrées dans le secteur bancaire (graphique 10).

Graphique 10 : évolution du nombre de dégradations et de rehaussements (y compris perspectives) sur le marché français par catégorie de notation



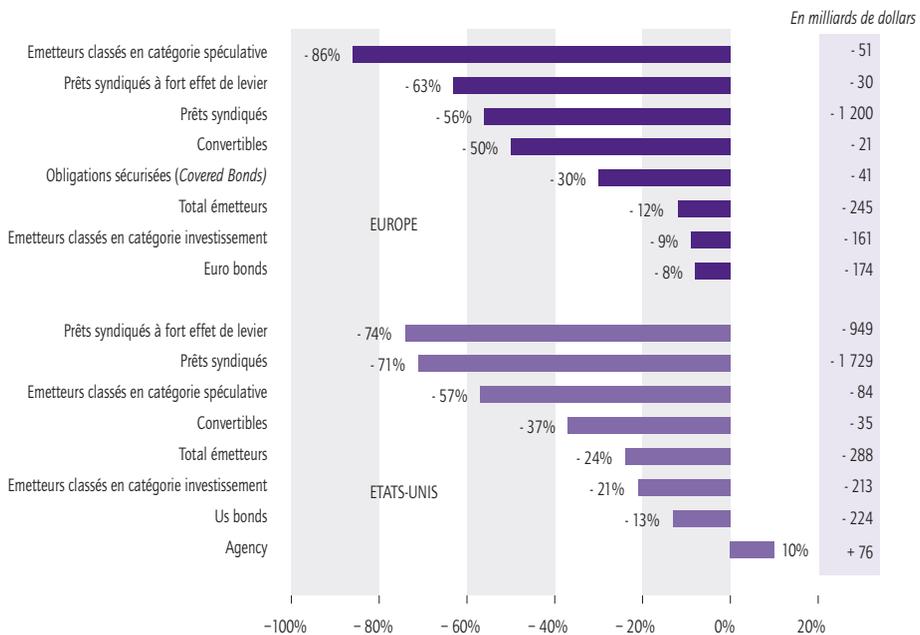
Source : Bloomberg, calculs AMF

B – Dans cette situation caractérisée par une forte sensibilité des investisseurs au risque de crédit, certains segments du marché primaire ont subi une forte baisse des volumes émis

Les évolutions du marché du crédit en 2008 reflètent un vaste mouvement de correction des tendances passées notamment sur le segment des produits structurés, et en conséquence une sélectivité accrue de la part des investisseurs dans un contexte de crise financière, de baisse des taux et d'augmentation de la volatilité. Tandis que la demande s'est massivement reportée vers les actifs les moins risqués, on a assisté dans le même temps à un ralentissement général de l'offre de crédit. Si les émissions d'emprunts souverains ont été soutenues au cours du second semestre par les plans de relance, dans le même temps, au sein de l'offre de crédit privé, on assiste à une forte sélectivité en faveur des titres moins risqués.

Le segment du *high yield* a été le plus touché par la crise avec des baisses respectives de plus de 80% et 50% des émissions en Europe et aux Etats-Unis. Dans ce derniers pays, aucune opération n'a été enregistrée au cours du 4^e trimestre. Par ailleurs, les émissions de convertibles ont également subi une forte correction de plus de 50% tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Celle-ci est essentiellement liée à un environnement boursier non porteur pour ces titres. Enfin, le marché des emprunts syndiqués a été lourdement touché par la crise bancaire et des replis record de 60% ont été enregistrés sur ces marchés, notamment sur le compartiment *high yield* aux Etats-Unis comme en Europe (graphique 11).

Graphique 11 : variation 2008/2007 des émissions par segment d'activité en Europe et aux Etats-Unis (en milliards de dollars et en %)



Source : Bloomberg

1

2

3

4

5

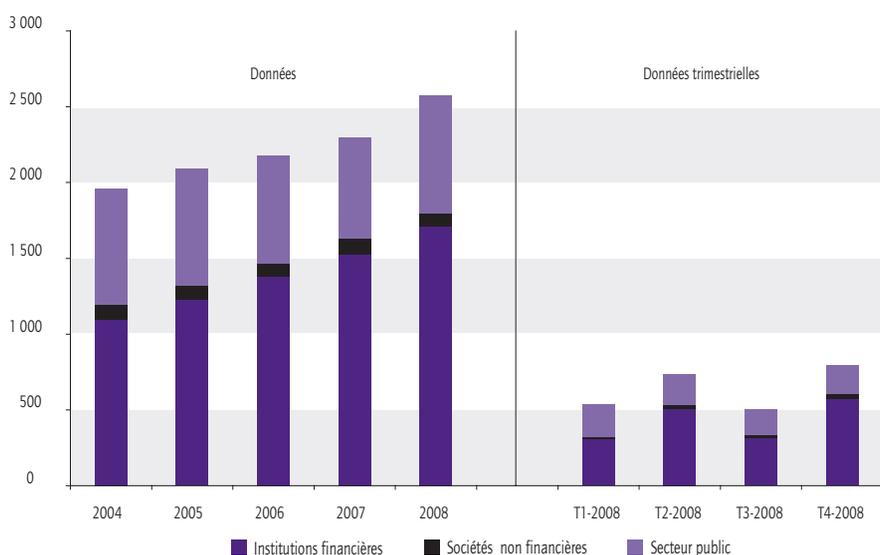
6

7

8

En 2008, les agents résidents dans la zone euro ont émis 2 570 milliards d'euros de titres de dette à long terme, soit une hausse de 12% sur un an, malgré des coûts de financement en hausse, notamment pour les banques et les sociétés industrielles. Les institutions financières ont contribué à hauteur de 1 700 milliards d'euros, devant le secteur public⁽³⁾ (773 milliards d'euros). Les entreprises non financières ont joué cette année encore un rôle très modeste, leurs émissions s'établissant à seulement 90 milliards d'euros (graphique 12). Cette évolution résulte à la fois du moindre besoin de financement externe en raison du ralentissement de l'activité économique et du renchérissement des émissions, compte tenu de la révision à la baisse de la notation de nombreux émetteurs européens. En ce qui concerne tant les encours que les émissions, c'est le secteur public qui a le mieux tiré profit du contexte de baisse des taux en 2008. La croissance annuelle de l'encours total de titres de créance émis par les secteurs publics européens reste sur sa tendance de long terme, reflétant l'accroissement des besoins de financement du secteur public.

Graphique 12 : émissions brutes de titres de dette de long terme dans la zone euro (milliards d'euros)

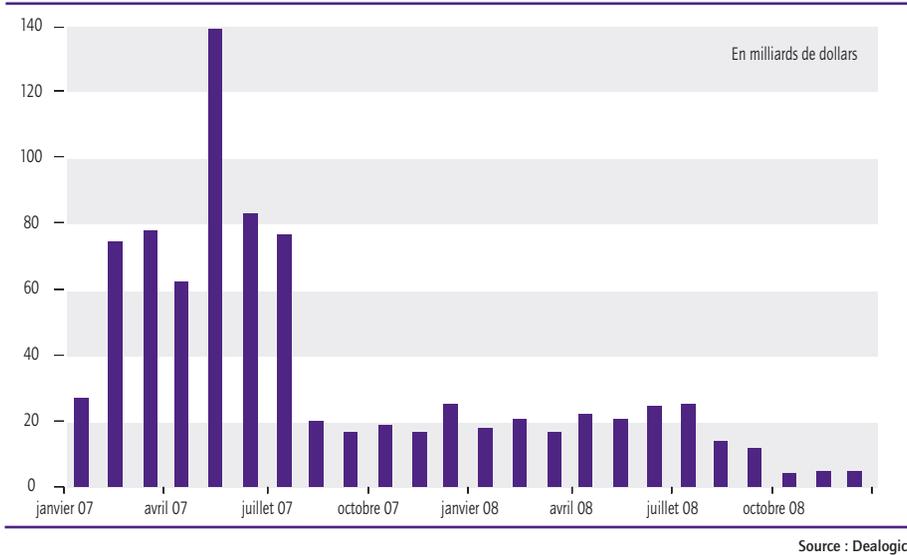


Source : Banque centrale européenne

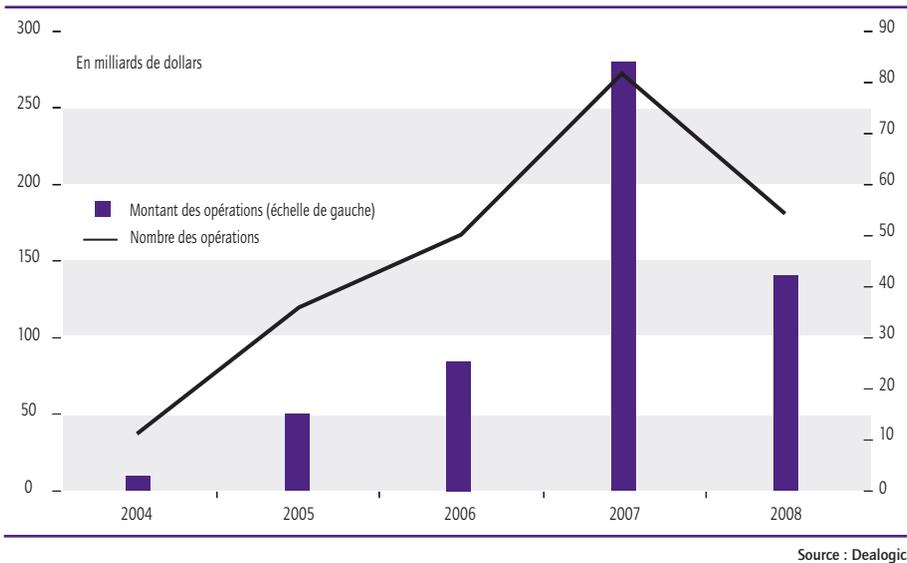
Une fois les remboursements pris en compte, le secteur financier reste le premier emprunteur net de capitaux sur le marché obligataire avec 1 200 milliards d'euros. On note cependant que la résistance de l'activité d'émission semble être liée à une augmentation des placements privés, en vue certainement d'utiliser ces titres comme garantie pour se refinancer dans le cadre d'opérations de pension. En revanche, l'activité du marché de la dette LBO – celle qui finance les acquisitions des fonds d'investissement – s'est effondrée avec des montants en baisse de 78% atteignant au niveau mondial moins de 220 milliards de dollars⁽⁴⁾. Avec la sortie de grandes banques européennes et anglo-saxonnes du marché, un nombre record d'opérations notamment de grandes tailles ont été reportées ou annulées, 58 au total pour un montant de 132 milliards de dollars (graphique 13).

(3) Le secteur public comprend les administrations publiques centrales, les administrations publiques locales et les administrations de sécurité sociale.
(4) Source : Dealogic.

Graphique 13 : le marché du LBO au niveau mondial – Transactions réalisées



Graphique 13 bis : le marché du LBO au niveau mondial – Transactions annulées



Ce fort repli du marché s'est conjugué à une sélectivité des opérations, les intervenants recherchant des actifs de bonne qualité dans un contexte où les banques sont plus réticentes à financer les opérations et où la syndication bancaire devient de plus en plus difficile.

L'activité de titrisation a pour sa part ralenti dès l'éclatement de la crise du *subprime*. Dans un contexte de remontée importante de l'aversion au risque des investisseurs, ces derniers se sont massivement détournés de l'ensemble des produits de titrisation, et le fléchissement de l'activité sur le marché primaire observé à partir du second semestre 2007 s'est amplifié tout au long de l'année 2008 : les émissions au niveau mondial ont avoisiné 1 000 milliards d'euros, contre plus de 3 000 milliards d'euros en 2007 (soit une baisse de 66% sur un an).

1

2

3

4

5

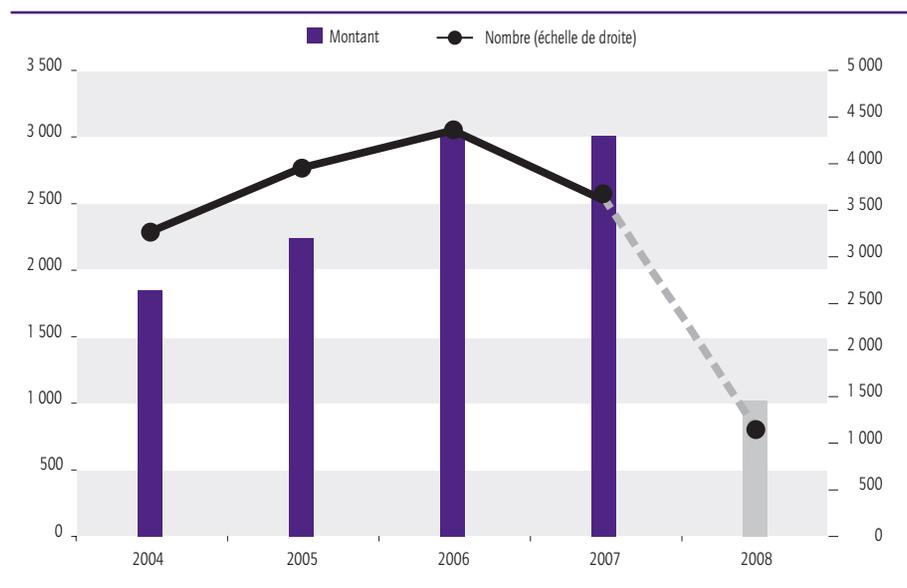
6

7

8

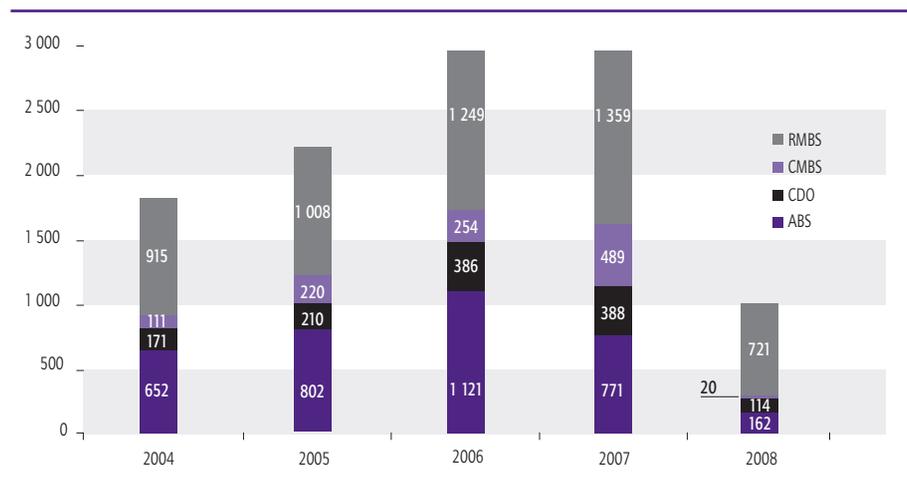
Si le ralentissement de l'activité a touché tous les types opérations, il a particulièrement affecté les *asset back securities* (ABS) et les *collateralized debt obligations* (CDO). Pour l'essentiel, ces émissions se sont concentrées sur le segment des *residential mortgage backed securities* (RMBS) qui a totalisé 720 milliards d'euros d'émissions. L'activité du segment des CDO s'est pour sa part fortement ralentie, puisque les émissions de ce type de titres n'ont pas excédé 114 milliards d'euros, contre près de 350 milliards d'euros au cours de l'année précédente (graphiques 14 et 15).

Graphique 14 : opérations de financement structuré dans le monde, émissions en milliards d'euros



Source : Bloomberg

Graphique 15 : répartition des opérations de financement structuré par type de produits au niveau mondial

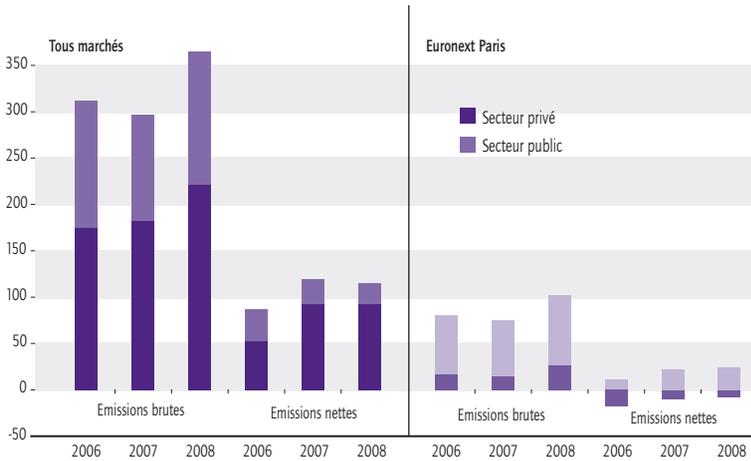


Source : Bloomberg

C – Une offre des émetteurs français globalement dynamique

En 2008, l'encours de la dette des résidents français a légèrement augmenté (+ 7,6%) pour atteindre 2 000 milliards d'euros. Cette hausse s'explique notamment par des émissions brutes en forte augmentation de 22% soutenues en particulier par la première opération de la Société de financement de l'économie française (SFEF) de 5 milliards d'euros, dans un contexte où les remboursements des emprunts demeurent élevés (+ 24%). S'agissant plus particulièrement des émissions nettes de sociétés non financières résidentes, elles sont apparues en forte hausse de 200% (passant de 3,3 milliards d'euros à près de 10 milliards d'euros), malgré des remboursements de dette également en hausse de 36% (graphique 16). Ces chiffres sont en partie expliqués par le succès de certaines opérations de grande taille réalisées en fin d'année, dont l'émission de 1,9 milliard d'euros de GDF-Suez ou celle d'EDF de 2 milliards d'euros. La défiance des investisseurs pour le crédit les a conduits à plus de sélectivité dans les titres. Ils se sont donc intéressés aux émetteurs évoluant dans des secteurs d'activité stables et prévisibles, comme les services aux collectivités et le secteur de l'énergie. Ces secteurs sont à l'origine de près d'un tiers des émissions non financières en France en 2008.

Graphique 16 : émissions obligataires des résidents français



Source : Banque de France

1

2

3

4

5

6

7

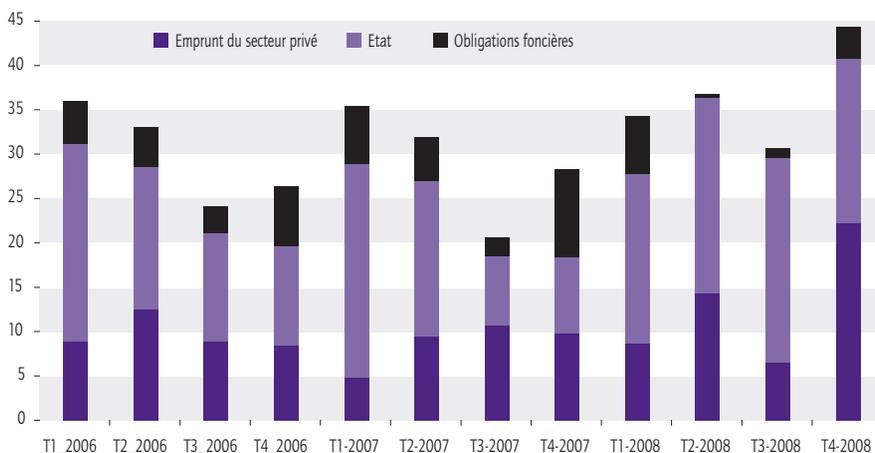
8

1 > Un nouvel attrait du marché parisien soutenu par de grosses opérations en fin d'année

Soutenue par des émissions importantes en fin de période dans un contexte de fuite vers la qualité (*flight to quality*), l'activité sur le marché primaire parisien s'est raffermie, en 2008. A l'inverse des années précédentes, le montant total des émissions cotées sur Euronext Paris a en effet avoisiné 136 milliards d'euros en 2008, en hausse de 16%, loin encore cependant du niveau atteint en 2005 de 162 milliards d'euros (graphique 17). Cette hausse est largement imputable au quasi-triplement des émissions du secteur privé à 32 milliards d'euros en 2008 (contre 11 milliards d'euros en 2007). Parallèlement, la part relative de l'Etat augmente également passant à 75 milliards d'euros (+ 12% en 2008), la part du secteur semi-public⁽⁵⁾ s'étant stabilisée à 14 milliards d'euros. Seul le secteur des obligations foncières, titres de dette sécurisées, diminue fortement de 51% à 11,3 milliards d'euros. Ce segment a été particulièrement affecté par la crise de confiance dans les actifs immobiliers et par la délocalisation des émissions vers d'autres places financières européennes.

Compte tenu des remboursements intervenus en cours d'année, les émissions nettes des seuls résidents français sur Euronext Paris se sont stabilisées à 16,7 milliards d'euros en 2008, selon la Banque de France. Seul le segment de l'Etat est emprunteur net de capitaux sur le marché parisien avec près de 24,4 milliards d'euros d'émissions. S'agissant des émissions des sociétés non financières résidentes, elles demeurent en forte diminution, et ce pour la cinquième année consécutive, à - 12,2 milliards d'euros en 2008.

Graphique 17 : montant des émissions cotées sur Euronext Paris (en milliards d'euros)

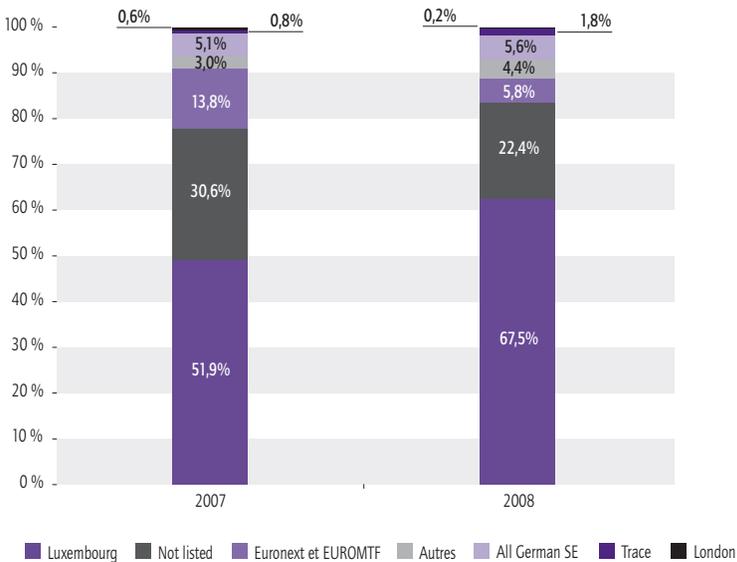


Source : Euronext

(5) Sont considérées dans ce secteur les collectivités locales et les entreprises comme la Caisse des dépôts et consignations (CDC), la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) ou la Société de financement de l'économie française (SFEF).

Au-delà d'un désendettement, cet important recul de l'activité du secteur privé sur le marché primaire témoigne de la poursuite de la tendance à la délocalisation des émissions des résidents français vers d'autres places financières, notamment la Bourse du Luxembourg. Seules 18% des émissions réalisées par des sociétés françaises sont cotées sur un des marchés d'Euronext, contre encore plus d'un tiers en 2007 (graphique 18).

Graphique 18 : répartition des émissions des sociétés françaises par lieu d'émission



Source : Bloomberg, calcul AMF

Au Luxembourg, la quasi-totalité des lignes de cotation concernent des émetteurs non résidents (tableau 1). Sur ce marché, la tendance à la délocalisation se poursuit depuis deux ans. Fin 2008, 75 émetteurs français privés offraient toujours une ligne de cotation au Luxembourg (contre 136 et 98 respectivement en 2007 et 2006)⁽⁶⁾. Plus de la moitié d'entre eux ont émis au moins un nouvel emprunt sur ce marché en 2008 pour un montant total de 485 milliards d'euros.

Concernant les programmes d'émissions EMTN (*Euro Medium Term Notes*), 486 y ont été ouverts contre 489 en 2007. Parmi eux, 74 programmes ont été ouverts par 68 émetteurs français⁽⁷⁾. Il convient néanmoins de noter l'important contraste, s'agissant de la Bourse de Luxembourg, entre le dynamisme du marché primaire et le faible développement du marché secondaire.

(6) Le nombre total de lignes de cotation de ces émetteurs s'élevait fin 2008 à 4 669 lignes de cotation d'obligations. Parmi ces émetteurs figuraient notamment les grandes banques françaises (BNP Paribas, SG option Europe, Calyon, Natixis, Compagnie de financement foncier, Exane Finance) mais aussi des sociétés industrielles (France Télécom, Réseau ferré de France, Renault, Carrefour, Lafarge, Rhodia, Danone ou encore Veolia environnement).

(7) Ces programmes, qui viennent à échéance en 2009, portent sur un montant maximum de 1 471 milliards d'euros.

1

2

3

4

5

6

7

8

Tableau 1 : nombre de lignes obligataires sur les principales places européennes à fin 2008

Bourse	Total	Nombre de lignes de cotation			Variation sur un an
		Domestiques privées	Domestiques publiques	Etrangères	
Luxembourg SE	32 933	0	1	32 932	5%
Irish SE	25 087	6 873	26	18 188	3%
Deutsche Börse	25 045	10 957	1 654	12 434	- 4%
London SE	15 519	8 903	121	6 495	6%
BME Spanish Exchanges	5 128	4 665	432	31	7%
OMX Nordic Exchange	5 068	4 412	323	333	5%
Euronext	4 044	0	341	3 703	27%
Euronext Paris	2 263	-	-	-	77%
Wiener Börse	3 535	3 024	198	313	13%
Swiss Exchange	1 350	366	105	879	1%

Source : World Exchange Federation

Si l'on s'intéresse plus spécifiquement aux opérations sur titres de créances visées par l'AMF, la tendance à la diminution du nombre de visas se poursuit depuis la mise en place du passeport européen issu de la transposition de la directive Prospectus⁽⁸⁾ avec 57 visas délivrés contre 83 et 130 respectivement en 2007 et 2006. En montant, les seules émissions de titres de créances visées se sont élevées à 16,6 milliards d'euros (dont 712 millions de titres convertibles) contre 15,8 milliards d'euros en 2007. Cette augmentation des montants est liée à quelques opérations importantes. La diminution du nombre de visas est en partie compensée par le nombre de programmes EMTN visés par l'AMF : en 2008, 15 programmes EMTN (contre 17 en 2007) ont été visés pour un montant maximum d'émissions de 375 milliards d'euros (contre 343 milliards d'euros en 2007) dont 175 milliards concernant des émissions de bons d'option et de certificats.

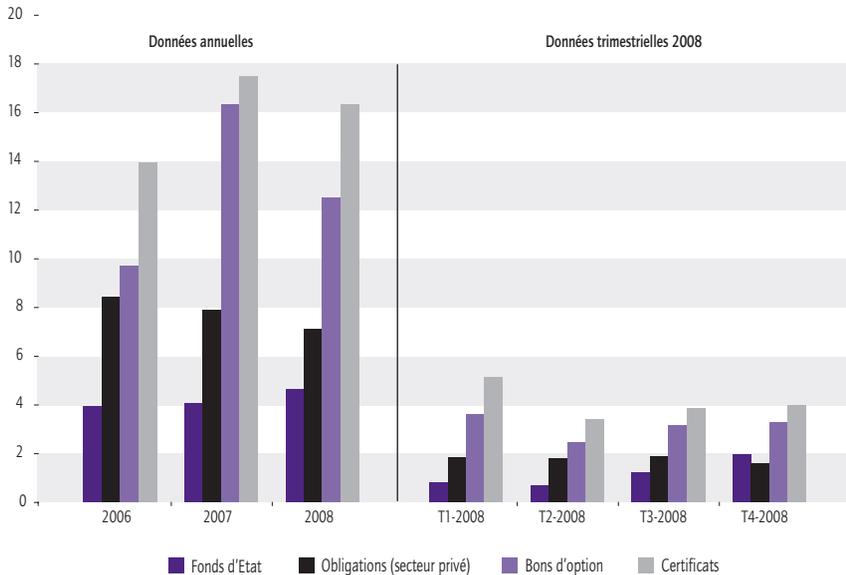
Concernant les bons d'option (warrants), la baisse tendancielle du nombre de visas s'est fortement accentuée. En 2008, aucun visa n'a été enregistré, la totalité de ces produits faisant désormais l'objet de programmes d'émission. Seules deux émissions de certificats ont été visées cette année, pour un montant avoisinant les 50 millions d'euros, alors qu'aucune émission n'avait été visée en 2007 par l'AMF. Parallèlement, le nombre de bons d'option et de certificats cotés sur Euronext Paris a progressé, passant de 8 573 (dont 7 461 bons d'option) à 9 250 (dont 7 831 bons d'option) entre 2007 et 2008.

2 > Un marché secondaire qui demeure atone sur Euronext

A l'inverse de l'année 2007, la crise aura finalement bénéficié aux valeurs refuges comme les fonds d'Etat cotés sur Euronext. Sur le marché secondaire, seule l'activité sur le marché des fonds d'Etat enregistre une hausse annuelle de 14,7%. En revanche, les transactions se sont fortement infléchies sur le marché des obligations privées qui poursuivent leur recul tendanciel (- 10%) pour atteindre 7 milliards d'euros en 2008. La crise financière a eu d'importantes répercussions sur les transactions des bons d'option (warrants) qui se sont inscrites en forte baisse (- 24%), à un niveau néanmoins supérieur à celui atteint en 2006. Les certificats ont connu une évolution similaire avec une baisse de 7% (graphique 19).

(8) La directive Prospectus (directive 2003/71/CE) permet aux émetteurs de procéder à une offre ou à une demande d'admission d'instruments financiers sur la base d'un seul et même prospectus dans l'ensemble de l'Espace économique européen sans avoir à obtenir de nouvelle autorisation de la part de l'autorité de régulation du pays d'accueil.

Graphique 19 : les montants échangés sur Euronext en milliards d'euros



Source : Euronext

Sur Euronext Paris, les volumes échangés sur les produits obligataires se sont contractés de 16% pour s'établir à 17 milliards d'euros après une forte hausse des volumes observée en 2007. Tous les segments sont affectés par la crise, malgré une forte volatilité des marchés de taux, notamment le volume d'activité des fonds d'Etat (- 50%) et du segment des obligations privées (- 20%).

Ces données ne sont néanmoins pas représentatives de l'ensemble du marché secondaire, essentiellement constitué d'opérations de gré à gré. En particulier, elles ne rendent pas compte des transactions passant par des plates-formes. Si l'on s'intéresse aux marchés de gré à gré, les montants échangés sur les titres de créance à moyen et long termes d'émetteurs privés ont cependant connu en 2008 une évolution similaire à celle des volumes échangés sur Euronext Paris, puisqu'ils se sont repliés de près de 17% à 114 milliards d'euros, contre 137 milliards d'euros en 2007⁽⁹⁾.

(9) Ces statistiques sont issues de données Euroclear et sont donc calculées sur des flux qui peuvent parfois être compensés. Par ailleurs, elles ne comprennent pas les transactions pour lesquelles les titres sont déposés chez Clearstream.

2 > Les marchés d'actions

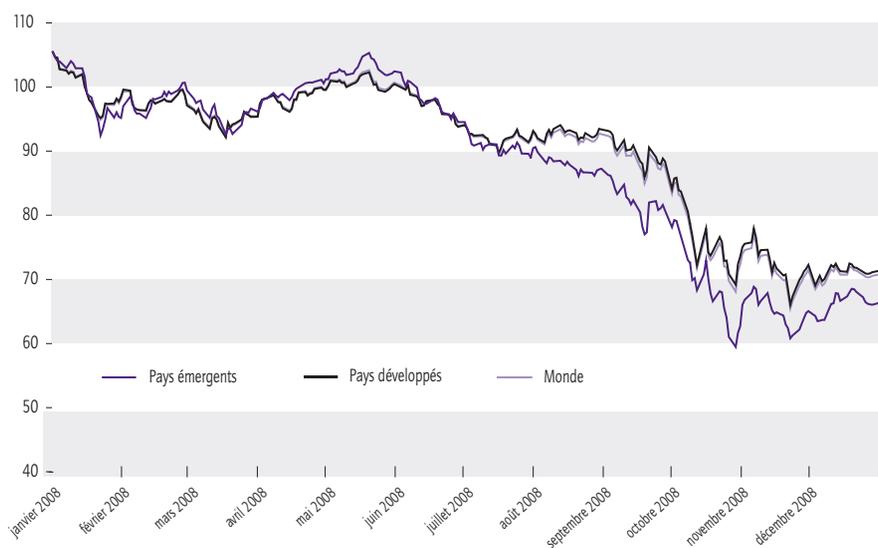
La crise du *subprime* a eu des répercussions majeures sur les marchés d'actions en 2008. Celles-ci se sont caractérisées par des replis historiques des principaux indices boursiers, dont la volatilité a atteint des niveaux record, ainsi que par un recul de l'activité, notamment sur le marché des fusions acquisitions et des introductions en bourse. Dans le même temps, les émissions d'actions de sociétés cotées sont restées dynamiques, mais ce mouvement s'explique en grande partie par les opérations de recapitalisation de grande ampleur des institutions financières.

A > Les indices boursiers ont enregistré des replis historiques

1 > Les grandes phases de l'année 2008

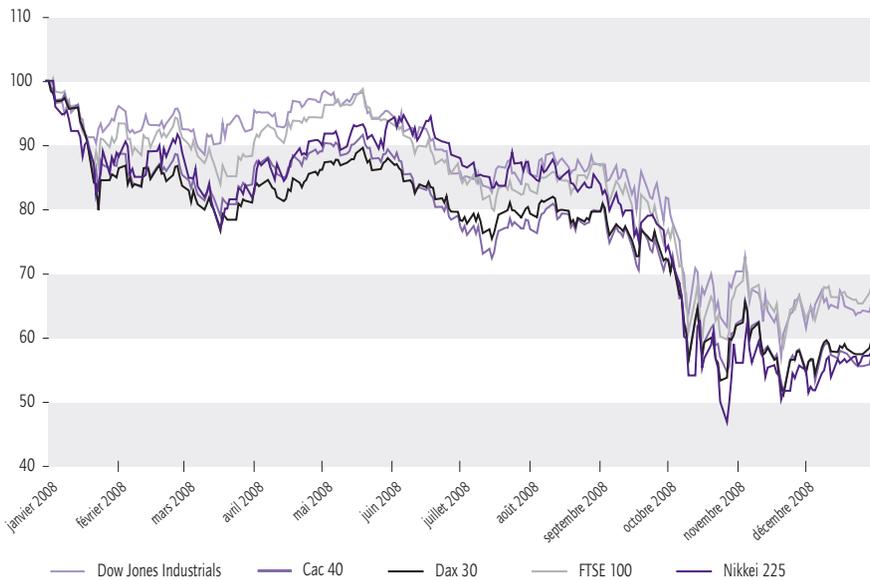
Dans le sillage du second semestre 2007 et de l'éclatement de la crise du *subprime*, les indices boursiers ont été orientés en forte baisse tout au long de l'année 2008. Mesurée par les indices *Morgan Stanley Capital International (MSCI)* exprimés en monnaies locales, leur valorisation au niveau mondial a enregistré un recul de 40% (graphique 20).

Graphique 20 : évolution des indices MSCI exprimés en monnaies locales en 2008



Source : Thomson Financial

Graphique 21 : évolution des principaux indices boursiers en 2008



Source : Datastream

Trois grandes phases peuvent être distinguées.

Les principaux indices boursiers se sont inscrits en forte baisse dès le premier trimestre 2008. Les craintes d'une crise systémique dans le secteur bancaire, avec le défaut de la banque d'affaires américaine Bear Stearns et la nationalisation de la banque britannique Northern Rock, conjuguées aux anticipations d'une entrée en récession de l'économie américaine ont alors fortement pesé sur les valorisations boursières. A la mi-mars 2008, l'indice Dow Jones Industriels reculait ainsi de 17% par rapport à la fin 2007 (graphique 21). Les valeurs européennes sont apparues particulièrement mal orientées, avec des baisses de l'ordre de 16%, voire de 22% pour le CAC40 ou le DJ Euro Stoxx 50.

Après une courte période de rebond, permise par l'orientation très accommodante de la politique monétaire américaine et la résistance de l'activité aux Etats-Unis et dans les zones émergentes, les marchés sont entrés dans une nouvelle phase de correction au cours de la seconde quinzaine de mai, la publication par les grandes banques d'affaires américaines de résultats trimestriels mal orientés, ainsi que la dégradation de la notation des rehausseurs de crédit MBIA et Ambac par les agences Standard & Poor's et Moody's, ayant rendu relativement improbable le scénario d'une sortie rapide de la crise. Sur l'ensemble du premier semestre, les pertes affichées par l'indice Dow Jones ont ainsi avoisiné 15%, tandis qu'en Europe, les replis ont dépassé dans la plupart des cas les 20%, à l'image des baisses enregistrées par le DJ Euro Stoxx 50, le CAC 40 ou le DAX.

Mais c'est à la mi-septembre que la crise a revêtu une ampleur inédite. Les cours boursiers se sont littéralement effondrés avec l'aggravation brutale des turbulences affectant le système financier américain (défaut de Lehman Brothers, nationalisation des agences fédérales hypothécaires Freddie Mac et Fannie Mae, rachat de Merrill Lynch par Bank of America, sauvetage de AIG par la Réserve fédérale) et européen (nationalisation de Fortis, recapitalisation de Dexia). Les incertitudes persistantes concernant l'ampleur et la durée de la récession aux Etats-Unis et en Europe – en dépit des interven-

1

2

3

4

5

6

7

8

tions massives et concertées des banques centrales et des actions entreprises par les gouvernements occidentaux –, le ralentissement de l'activité dans les zones émergentes ainsi que la découverte de fraudes de grande ampleur ont également fortement pesé sur les valorisations au dernier trimestre. A la mi-novembre, les indices boursiers avaient retrouvé leur niveau d'avril 2003, qui correspond au point bas du cycle boursier précédent, certains d'entre eux, à l'image du S&P 500 ou du MIB 30, atteignant même un point bas historique de 10 ans (tableau 2).

Tableau 2 : performances des marchés d'actions

	31/12/08	Variation 2008 %	Maximum historique depuis 10 ans	Date	Variation par rapport au point haut	Minimum historique depuis 10 ans	Date	Variation par rapport au point bas
DJIA	8 776,4	- 33,8%	14 164,5	09/10/07	- 38,0%	7 286,3	09/10/02	20,5%
S&P 500	903,3	- 38,5%	1 565,2	09/10/07	- 42,3%	752,4	20/11/08	20,0%
NASDAQ	1 577,0	- 40,5%	5 048,6	10/03/00	- 68,8%	1 114,1	09/10/02	41,6%
CAC 40	3 218,0	- 42,7%	6 922,3	04/09/00	- 53,5%	2 403,0	12/03/03	33,9%
DAX 30	4 810,2	- 40,4%	8 105,7	16/07/07	- 40,7%	2 203,0	12/03/03	118,4%
FTSE 100	4 434,2	- 31,3%	6 930,2	30/12/99	- 36,0%	3 287,0	12/03/03	34,9%
MIB 30	20 064,0	- 48,4%	51 093,0	06/03/00	- 60,7%	18 668,0	05/12/08	7,5%
DJ EURO								
STOXX 50	2 447,6	- 44,4%	5 464,4	06/03/00	- 55,2%	1 849,6	12/03/03	32,3%
DJ								
STOXX 600	8 859,6	- 42,1%	20 833,2	12/04/00	- 57,5%	7 162,9	27/10/08	23,7%

Source : Datastream

Sur l'ensemble de l'année 2008, les principaux indices boursiers enregistrent d'importants replis, notamment en Europe où, à l'exception de l'indice Footsie, les baisses dépassent 40% : elles s'élèvent à 40,4% pour le DAX 30, voire, avoisinent 50% pour le MIB 30. Le CAC 40 termine pour sa part l'année en baisse de 42,7% à 3 218 points. Aux Etats-Unis, les baisses sont apparues un peu moins marquées, le DJIA reculant de près de 34% et le S&P 500, de 38,5%. En outre, pour la première fois depuis huit ans, les marchés émergents, notamment en Asie et en Europe de l'Est, ont sous-performé par rapport aux marchés développés (tableau 3).

Tableau 3 : performances comparées par zone géographique (indices MSCI,%)

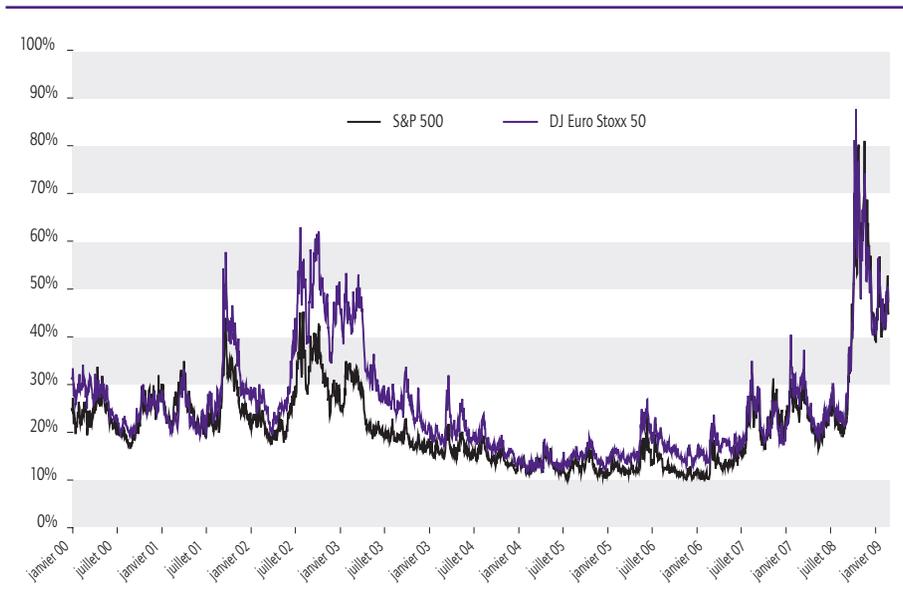
	En monnaies locales		En dollars	
	2007	2008	2007	2008
INDICE MONDE	5,2	- 40,9	- 1,1	- 40,6
PAYS DEVELOPPES	2,8	- 40,1	- 3,4	- 39,1
AMERIQUE DU NORD	4,4	- 38,1	- 4,7	- 36,1
ZONE EURO	5,3	- 46,6	5,3	- 46,6
PACIFIQUE	- 3,4	- 43,8	- 6,6	- 34,7
MARCHES EMERGENTS	30,4	- 47,2	23,1	- 52,1
ASIE	35,9	- 48,6	24,7	- 51,7
AMERIQUE LATINE	32,2	- 39,6	32,5	- 50,3
EUROPE DE L'EST	17,9	- 66,6	11,5	- 68,0

Source : Datastream

2 > Une volatilité boursière à des niveaux record

Les turbulences boursières se sont caractérisées non seulement par une chute brutale des indices mais également par leur caractère très erratique. Les indices boursiers des grandes places financières internationales ont en effet connu des variations quotidiennes très importantes, pouvant dépasser 10% à la hausse comme à la baisse. Ces évolutions reflètent la très forte incertitude des investisseurs sur l'orientation à court et moyen termes des marchés, qui s'est traduite par une surréaction des cours aux flux d'informations nouvelles et par une brutale augmentation de la volatilité implicite à des niveaux historiquement élevés, largement au-delà de ceux observés en 2002 (graphiques 22 et 23).

Graphique 22 : volatilité implicite



Source : Datastream

1

2

3

4

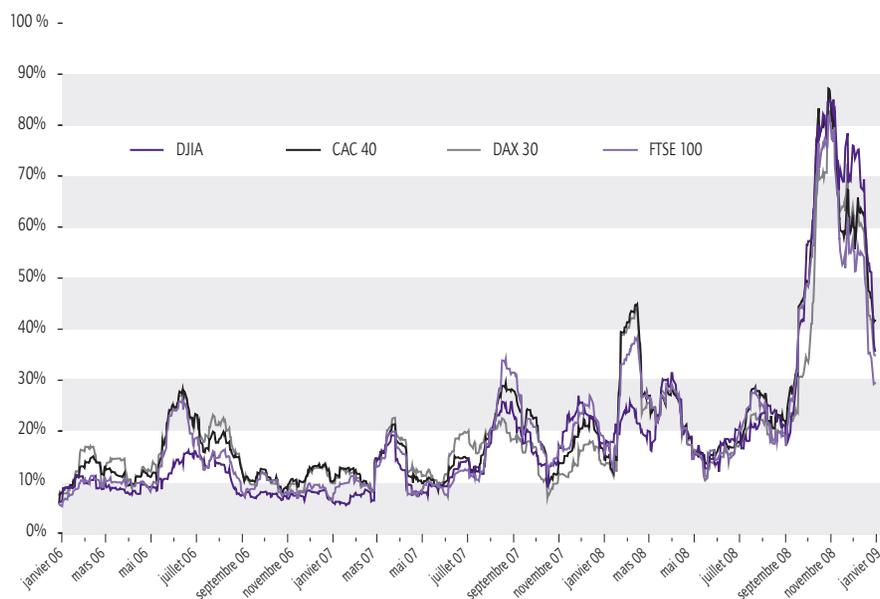
5

6

7

8

Graphique 23 : volatilité historique

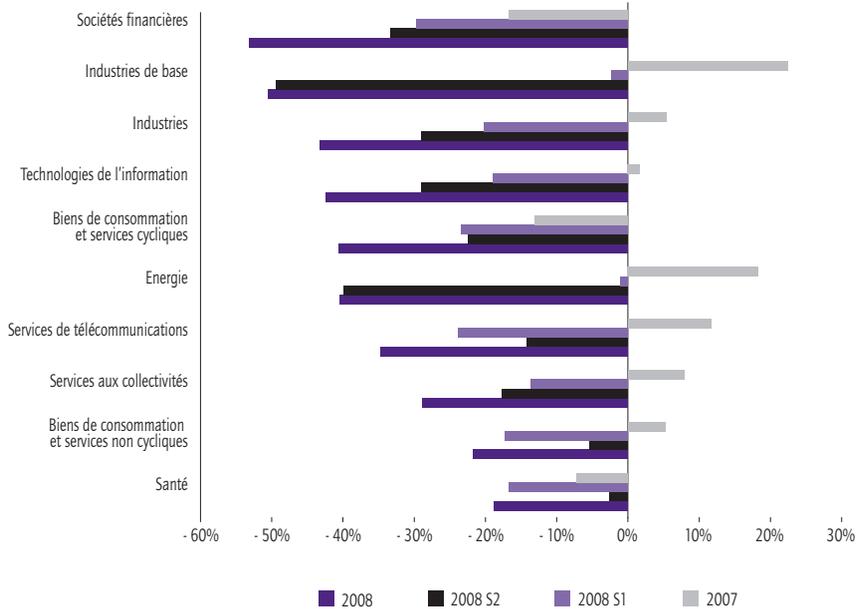


Source : Datastream, calculs AMF

3 > Des performances boursières variables selon les secteurs

Fait remarquable, l'effondrement des valeurs boursières observé en 2008 a concerné l'ensemble des secteurs d'activité (graphique 24). Pour autant, les disparités intersectorielles sont restées significatives. Comme en 2007, les sociétés financières ont été les plus fortement touchées par la crise. En revanche, contrairement à l'année 2007, les valeurs énergétiques et des industries de base ont aussi enregistré un important recul, ce dernier étant en outre concentré sur la seconde moitié de l'année, du fait essentiellement de l'effondrement des cours des matières premières à partir de l'été. Enfin, la dégradation des perspectives économiques en cours d'année a également pénalisé les valeurs cycliques. A l'inverse, les valeurs défensives, à l'image de celles du secteur de la santé, ont notamment fait preuve d'une résistance relative.

Graphique 24 : évolution des indices sectoriels MSCI – Monde en euros (en %)



Source : Datastream

4 > Des capitalisations boursières en forte baisse

D'une manière générale, les capitalisations boursières se sont inscrites en forte baisse en 2008 sous l'influence conjuguée de la baisse des valorisations boursières et de la diminution du nombre d'entreprises cotées sur les marchés d'actions (voir *infra*). S'agissant plus particulièrement d'Euronext, le recul s'est élevé à 48%, la capitalisation boursière revenant à 1 508 milliards d'euros fin décembre (dont 1 060 milliards d'euros pour Euronext Paris). La place boursière paneuropéenne est ainsi passée du 3^e au 4^e rang mondial, derrière le NYSE, Tokyo SE et le NASDAQ (tableau 4)⁽¹⁰⁾.

Globalement, le classement mondial des bourses de valeurs est resté relativement stable par rapport à l'année 2007, qui avait été marquée par la forte croissance des places asiatiques, notamment Shanghai et Bombay. A cet égard, il convient néanmoins de noter la rétrogradation de la 10^e à la 15^e place du classement de la Bourse de Bombay, ainsi que le très important repli de la capitalisation de celle de Shanghai de près de 60%.

(10) Au niveau consolidé, le groupe NYSE Euronext affichait fin 2008 une capitalisation boursière de 8 100 milliards d'euros, soit plus que la capitalisation boursière des Bourses de Londres, de Tokyo, du NASDAQ et de la Deutsche Börse réunis.

1

2

3

4

5

6

7

8

Tableau 4 : classement mondial 2008 des capitalisations d'actions domestiques

Rang	Bourse	Montant en milliards d'euros	Variation sur un an en euros	Variation sur un an en monnaie locale
1	NYSE	6 609,3	- 38,3%	- 41,2%
2	Tokyo SE	2 236,2	- 24,5%	- 41,4%
4	NASDAQ	1 719,9	- 37,4%	- 40,3%
3	Euronext*	1 508,4	- 47,8%	- 47,8%
	<i>dont Euronext Paris*</i>	<i>1 059,7</i>	<i>- 43,6%</i>	<i>- 43,6%</i>
5	London SE	1 340,8	- 49,1%	- 33,4%
6	Shanghai SE	1 023,0	- 59,5%	- 64,0%
7	Hong Kong Exchanges	953,7	- 47,5%	- 50,2%
9	Deutsche Börse	797,1	- 44,6%	- 44,6%
8	TSX Group	741,7	- 50,4%	- 41,8%
10	BME Spanish Exchanges	680,6	- 44,1%	- 44,1%

Source : World Exchange Federation (WFE)

* Alternext inclus.

B – La crise financière a eu de fortes répercussions sur l'activité des marchés d'actions

L'activité a connu un très net ralentissement sur la plupart des places financières en 2008, notamment sur les marchés des fusions et acquisitions et des introductions en bourse. Les opérations de recapitalisations bancaires ont à l'inverse soutenu les émissions d'actions de sociétés déjà cotées, tandis que, dans un contexte très perturbé, l'activité sur les marchés secondaires est restée dynamique.

1 > Les introductions en bourse se sont raréfiées

La crise financière a eu d'importantes répercussions sur l'activité sur le marché des introductions, qui s'est inscrite en très fort recul en 2008. A Paris, le nombre d'introductions sur Eurolist et Alternext est passé de 65 à 20 entre 2007 et 2008, dont 5 sur le compartiment professionnel⁽¹¹⁾. Surtout, le montant des capitaux levés au moment de ces introductions est devenu non significatif, ne dépassant pas 62 millions d'euros sur l'ensemble de l'année (tableau 5). Les autres places européennes ont connu des évolutions similaires. A Londres, les introductions ont ainsi diminué de 60% sur l'année, tandis que les capitaux levés ont été divisés par quatre, s'établissant à moins de 9 milliards d'euros.

(11) Créé fin 2007, le compartiment professionnel est destiné aux admissions sans offre préalable au public. Les titres d'une société sont admis par « cotation technique » ou à la suite d'un placement privé réalisé auprès d'investisseurs qualifiés. Si les sociétés dont les titres sont cotés sur le compartiment professionnel sont soumises aux dispositions législatives et réglementaires issues des directives européennes, cela n'est pas le cas pour des spécificités prévues par la réglementation française. Cela se traduit notamment pour ces sociétés par une simplification des conditions de réalisation de l'opération d'admission et un allègement des obligations d'information périodique et permanente (Voir Rapport annuel de l'AMF 2007, pages 102-103).

Tableau 5 : nombre d'introductions (transferts et placements privés inclus) et capitaux levés lors des introductions sur les marchés boursiers européens⁽¹⁾ (en milliards d'euros)

	London Stock Exchange		Deutsche Börse		Euronext		Euronext Paris	
	Nombre ⁽²⁾	Capitaux levés	Nombre	Capitaux levés	Nombre	Capitaux levés	Nombre	Capitaux levés
2006	468	42,34	99	7,64	109	21,37	84	9,75
2007	338	36,98	72	7,85	92	9,67	65 ⁽³⁾	3,35
2008	127	8,85	17	0,38	34	2,52	20	0,06

Sources : LSE, DBAG, Euronext

(1) LSE : AIM inclus ; DBAG hors Freiverkehr, Open Market-Entry Standard inclus ; Euronext hors Marché libre, Alternext inclus.

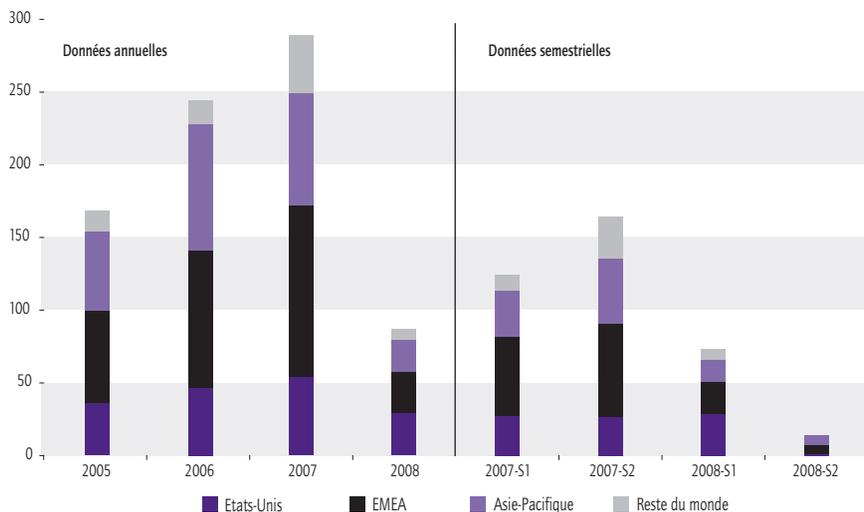
(2) Hors réadmissions.

(3) Sur les 20 introductions enregistrées en 2008 à Paris, 11 ont donné lieu à la délivrance d'un visa de l'AMF (voir *infra*, chapitre 3, p. 108).

De manière générale, le montant total des capitaux levés au niveau mondial lors d'opérations d'introductions en bourse s'est inscrit en recul de 70% à moins de 100 milliards de dollars. En outre, le nombre d'introductions repoussées, voire annulées, se sont inscrites en nette hausse en 2008 : il s'est élevé à 108 contre 207 en 2007, soit une hausse de près de 50%.

Le ralentissement de l'activité a concerné l'ensemble des zones géographiques, y compris les zones émergentes, qui étaient apparues particulièrement dynamiques en 2007, le mouvement s'amplifiant au second semestre (graphique 25). Aux Etats-Unis, l'activité a fait preuve de résilience au premier semestre, grâce notamment à l'entrée en bourse de Visa, avant de s'effondrer sur la seconde partie de l'année.

Graphique 25 : capitaux levés lors des introductions en bourse par zone géographique (en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

1

2

3

4

5

6

7

8

2 > Des sociétés cotées moins nombreuses

Au cours des années récentes, les marchés d'actions ont vu leur cote se repeupler, ce mouvement reposant, en Europe du moins, sur l'amélioration de l'accès des PME aux marchés financiers et, plus précisément, sur le développement de marchés ou segments de marché dédiés aux valeurs moyennes, à savoir l'*Alternative Investment Market* (AIM) créé en 1995 sur le *London Stock Exchange*, Alternext sur Euronext ou encore le segment *Entry Standard de l'Open Market* à Francfort, tous deux créés en 2005. De leur côté, les marchés réglementés européens ont continué de voir leurs effectifs diminuer, au point que pour la première fois, à Londres, les sociétés cotées étaient plus nombreuses en 2007 sur l'AIM que sur le *Main Market*.

Du fait de la raréfaction des opérations d'introductions en bourse, ce mouvement de repeuplement de la cote s'est interrompu en Europe en 2008. Parmi les grandes places occidentales, seul le NYSE a continué d'enregistrer une progression du nombre de sociétés cotées (et ce, indépendamment du rachat de l'AMEX). En effet, contrairement aux années précédentes, l'augmentation du nombre de sociétés cotées sur les marchés dédiés aux valeurs moyennes n'a pas permis de compenser l'érosion de la cote des marchés réglementés. Pour la première fois depuis sa création, l'AIM a même vu le nombre de sociétés cotées diminuer (*tableau 6*).

Tableau 6 : nombre de sociétés cotées⁽¹⁾

	London Stock Exchange	Dont AIM	Deutsche Börse	Dont Open Market Entry Point	Euronext	Paris	Dont Alternext Paris	NASDAQ	NYSE
2006	3 240	1 634	836	76	1 285	799	69	3 133	2 280
2007	3 274	1 694	866	112	1 277	818	111	3 069	2 273
2008	3 051	1 550	832	115	1 240	792	119	2 952	2 466 ⁽²⁾
Variations									
2008/07	-6,8%	-8,5%	-3,9%	2,7%	-2,9%	-3,2%	7,2%	-3,8%	8,5%

Sources : *World Exchange Federation*, sources nationales

(1) LSE : AIM inclus, DBAG Open Market-Entry Standard inclus. Euronext, Alternext inclus.

(2) Rachat de l'AMEX non pris en compte.

3 > Les émissions secondaires sont restées dynamiques, en raison des recapitalisations bancaires

Les émissions de titres de capital de l'ensemble des sociétés cotées à Paris se sont élevées à 27,4 milliards d'euros, en baisse de 8,5% par rapport à l'année précédente (*tableau 7*). Si les opérations de recapitalisation dans le secteur financier ont largement soutenu les augmentations de capital⁽¹²⁾, qui ont bondi de 47% à 16 milliards d'euros sur l'ensemble de l'année, en revanche, la forte baisse des valorisations boursières a fortement pénalisé les levées d'options (en baisse de 58%)

(12) Les augmentations de capital de Société Générale, Crédit Agricole et Natixis ont porté sur un montant total de 15,1 milliards d'euros.

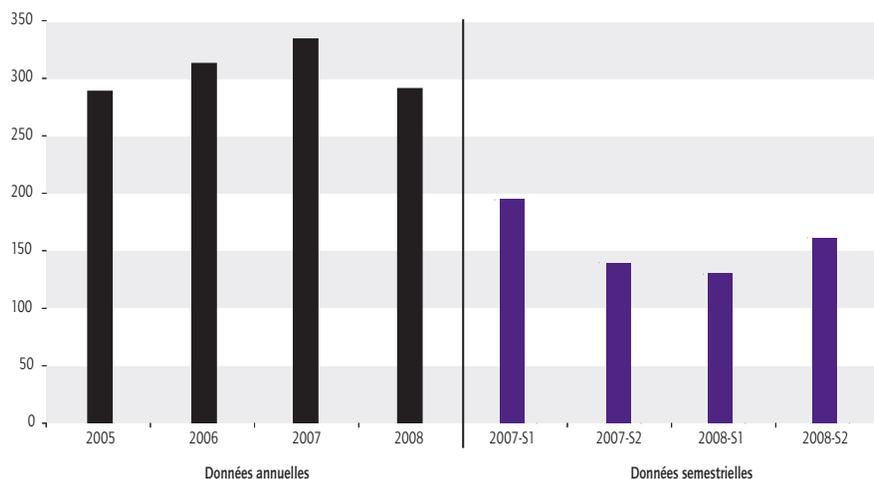
Tableau 7 : émissions brutes de titres de capital à Paris⁽¹⁾ (hors introductions, en milliards d'euros)

	2007	1 ^{er} sem. 2008	2 ^e sem. 2008	Total 2008	Variation 2008/2007
Augmentation de capital en numéraire	11,0	5,6	10,6	16,2	47,5%
Levées d'options réservées aux salariés	13,1	3,1	2,5	5,6	- 57,5%
Réservées (hors salariés)	1,7	0,3	3,3	3,5	102,6%
Paiement du dividende en actions	2,0	0,9	0,1	1,0	- 50,3%
Exercice de bons de souscription	2,1	1,0	0,1	1,1	- 47,8%
Total	30,0	10,9	16,6	27,4	- 8,5%

Source : Euronext, calculs AMF

(1) sur Eurolist, Alternext et la Marché libre.

Au niveau mondial, les émissions se sont élevées à près de 300 milliards de dollars, en baisse de 13% par rapport à 2007 (graphique 26). Elles ont été soutenues par les opérations de recapitalisation et de financement d'acquisitions de très grande ampleur réalisées dans le secteur bancaire et financier. Ce dernier a en effet représenté plus des deux tiers des opérations exprimées en montant. Parmi les dix plus importantes réalisées au niveau mondial en 2008, on retiendra ainsi notamment l'augmentation de capital de Wells Fargo d'un montant de 12 milliards de dollars réalisée en novembre dans le cadre du rachat de la banque Wachovia, ou encore celle de JP Morgan pour un montant de 11 milliards de dollars.

Graphique 26 : émissions d'actions au niveau mondial par les sociétés cotées (hors introductions, en milliards de dollars)

Source : Bloomberg

1

2

3

4

5

6

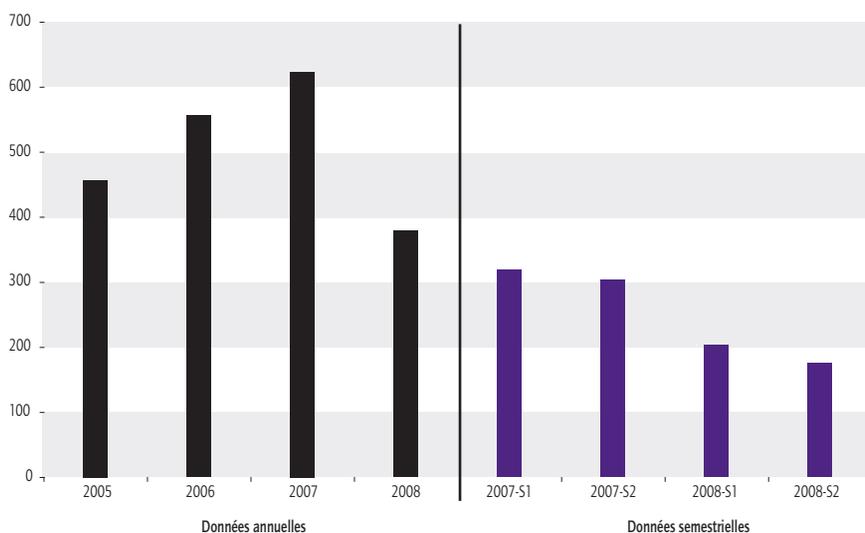
7

8

4 > Le financement des sociétés par les marchés d'actions

Au total, l'ensemble des financements des sociétés sur les marchés d'actions, autrement dit la somme des émissions et cessions d'actions réalisées lors des introductions et les émissions « secondaires » effectuées par les sociétés déjà cotées ont diminué en France de 25% en 2008. Compte tenu des annulations d'actions effectuées en cours d'année (9,9 milliards d'euros), les émissions nettes d'actions auront été de 17,6 milliards d'euros, contre 21 milliards d'euros en 2007. Au niveau mondial, les émissions primaires et secondaires d'actions en termes bruts se sont repliées de près de 40% à environ 380 milliards de dollars (graphique 27).

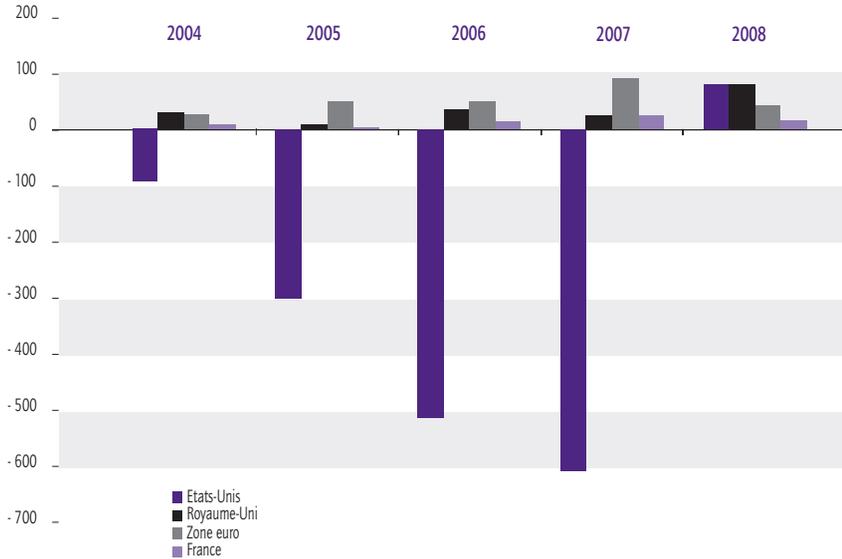
Graphique 27 : émissions d'actions au niveau mondial (en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

Si l'on rapproche les émissions brutes des rachats-annulations d'actions par les résidents, le solde est resté positif en Europe en 2008. Il est apparu en nette hausse au Royaume-Uni où il a atteint 80 milliards d'euros sur l'année. Mais le fait remarquable réside dans la rupture de tendance observée aux Etats-Unis : alors que les rachats d'actions excédaient largement depuis des années le montant des appels aux marchés, ce mouvement s'est inversé en 2008 avec l'amplification de la crise dans le secteur bancaire et financier. Ainsi, alors que les émissions d'actions nettes des rachats-annulations avoisaient encore - 600 milliards d'euros en 2007, elles ont dépassé 80 milliards d'euros en 2008, selon les estimations de la Réserve fédérale.

**Graphique 28 : émissions nettes d'actions par les sociétés cotées
(émissions diminuées des rachats-annulations, en milliards d'euros) Etats-Unis,
Royaume-Uni, zone euro et France**



Sources : FED, BCE, Banque de France et ONS

5 > Sur les marchés secondaires, les bourses européennes font face à la concurrence nouvelle des plates-formes de négociation

Après avoir atteint un niveau record en 2007, les volumes échangés sur Euronext Paris se sont inscrits en recul de 13% en 2008 à 1 734 milliards d'euros, soit une moyenne quotidienne de 6,8 milliards d'euros contre 7,8 milliards en 2007. Cette tendance a également été observée sur les principales autres bourses européennes, de même que sur certaines places émergentes, notamment en Chine (tableau 8).

1

2

3

4

5

6

7

8

Tableau 8 : volumes échangés en 2008 sur les marchés d'actions

	Total			Carnet d'ordres
	Montant (milliards de dollars)	Variation 2008/2007 en dollars (%)	Variation 2008/2007 en monnaies locales (%)	Montant (milliards de dollars)
NYSE Group	33 639	15,2%	15,2%	27 651
NASDAQ	12 601	- 8,5%	- 8,5%	-
London SE	6 474	- 37,3%	- 33,0%	3 844
Tokyo SE	5 586	- 13,7%	- 24,2%	5 243
Euronext	4 454	- 21,1%	- 26,2%	3 837
Deutsche Börse	3 881	- 10,2%	- 15,8%	3 148
Shanghai SE	2 587	- 36,4%	- 41,6%	2 584
BME Spanish Exchanges	2 439	- 17,9%	- 23,4%	1 830
TSX Group	1 736	5,3%	5,6%	-
Hong Kong Exchanges	1 629	- 23,8%	- 23,9%	1 562

Source : *World Federation of Exchanges*

* Ces statistiques ne sont pas strictement harmonisées. Les données « Carnet d'ordres » recensent les opérations enregistrées sur les systèmes centraux (système de négociation ou marché à la criée) et offrent une base de comparaison plus étroite mais plus pertinente. Les statistiques globales comptabilisent les opérations sur la base des déclarations aux autorités de marché ou sur celle des opérations de dénouement.

L'entrée en vigueur de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) expliquerait en grande partie la contraction observée en Europe, traduisant une perte substantielle de parts de marché des marchés réglementés nationaux au profit des plates-formes de négociation⁽¹³⁾. S'agissant des actions du CAC 40, Euronext Paris aurait ainsi perdu 15 points de parts de marché entre fin 2007 et fin 2008 au profit de Chi-X et de Turquoise (graphique 29).

En revanche, l'activité sur les marchés secondaires est restée très soutenue en 2008 aux Etats-Unis, notamment sur le NYSE (+ 18%).

6 > Des opérations de fusions-acquisitions en très net recul

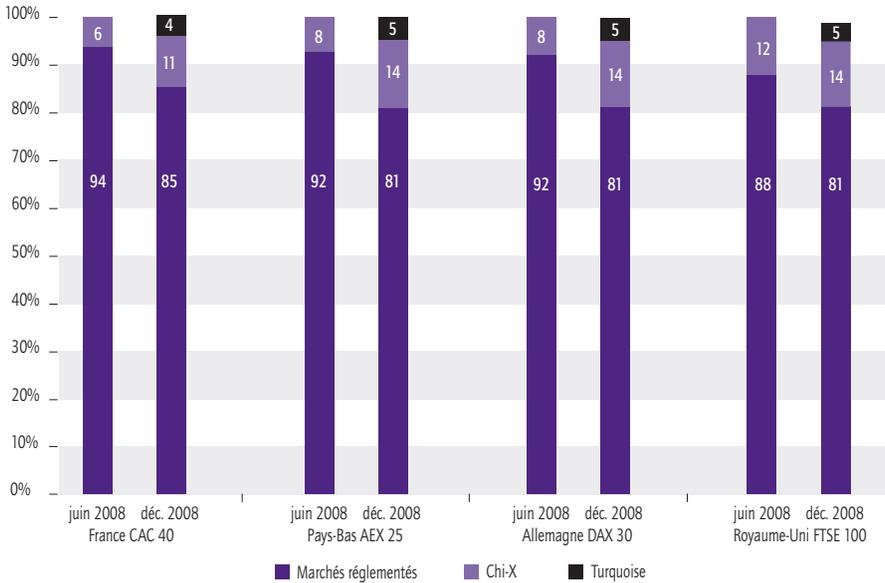
En France, l'activité sur le marché des fusions et acquisitions s'est effondrée en 2008. Selon Bloomberg, le montant des opérations annoncées en 2008 et n'ayant pas fait l'objet d'annulations s'est établi à 100 milliards d'euros, soit une baisse de 50% par rapport à l'année précédente.

S'agissant plus précisément des offres publiques réalisées en 2008 et déclarées conformes par l'AMF, leur nombre a connu une baisse significative (56 contre 76 en 2007)⁽¹⁴⁾, de même que les montants sur lesquels elles ont porté. Ces derniers sont en effet passés de 14,1 milliards d'euros en 2007 à 7,9 milliards d'euros en 2008, soit un repli de plus de 40%. Ce recul est d'autant plus significatif que parmi les opérations réalisées en 2007 figuraient des offres publiques par échanges de titres qui ne sont pas valorisées par l'AMF dans ses statistiques, ce type d'opérations ayant été quasiment absent en 2008.

(13) L'entrée en vigueur de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) en novembre 2007 a en effet mis fin à la situation de monopole ou de quasi-monopole des bourses traditionnelles en Europe en autorisant l'émergence de nouveaux modes de négociation des titres : les systèmes multilatéraux de négociation (SMN ou *Multilateral trading Facilities* – MTF) et les internalisateurs systématiques, intermédiaires financiers qui se portent contrepartie des ordres de leurs clients « de façon systématique, fréquente et organisée » sans les acheminer vers d'autres lieux de négociation.

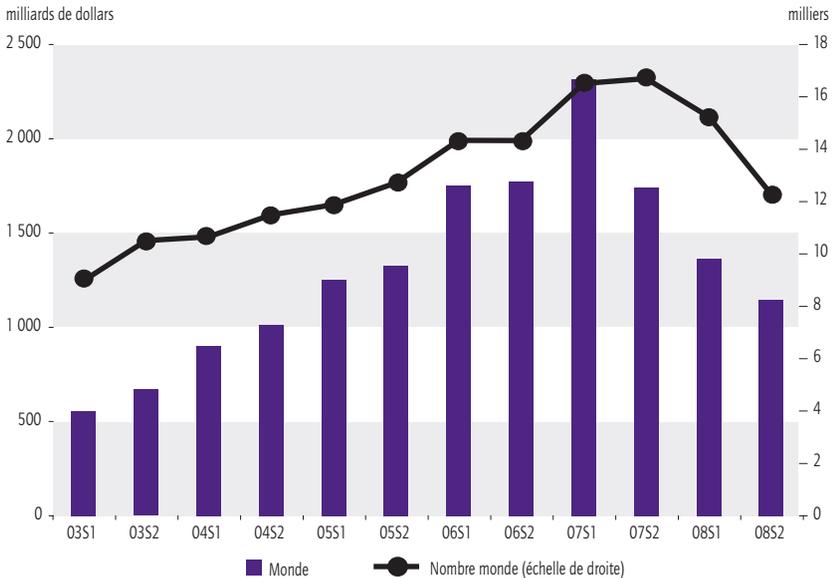
(14) Sont comptabilisées les opérations dont les résultats ont été publiés en 2008. En outre, ces données intègrent les retraits obligatoires sans conformité (15 en 2008 après 10 en 2007) introduits en 2006 par le nouveau régime des offres publiques qui, sous certaines conditions, autorise l'initiateur d'une offre publique à procéder, dès l'issue de son offre, à un retrait obligatoire des titres visés, au lieu d'une OPR-RO.

Graphique 29 : parts de marché des différents lieux d'exécution des ordres (marchés réglementés et plates-formes)



Source : Transaction Auditing Group

Graphique 30 : évolution du marché des fusions et acquisitions au niveau mondial (en milliards de dollars)



Sources : Bloomberg

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8

Au plan international, l'activité sur le marché des fusions et acquisitions a également connu un très net ralentissement tout au long de l'année. Au niveau mondial, le montant des opérations annoncées en 2008 et n'ayant pas fait l'objet d'annulations s'est replié de 38% à 2 500 milliards de dollars, tandis que leur nombre s'inscrivait en baisse de 17% (graphique 30).

3 > Les marchés de produits dérivés

A – Des évolutions contrastées sur les marchés organisés et de gré à gré

Jusqu'en 2007, l'activité sur les marchés dérivés progressait à un rythme très rapide, en lien avec le développement d'instruments relativement récents, comme les *Credit default swap* dans le domaine du crédit, et l'essor des stratégies de gestion de type « alternatif ». Les évolutions enregistrées en 2008 marquent une rupture assez nette par rapport à cette tendance. Le principal changement réside dans les dynamiques opposées des marchés dérivés organisés et des marchés de gré à gré ou « OTC ». L'activité sur les marchés organisés a affiché un recul significatif sur ses deux principaux segments. A la fin du mois de septembre 2008, les montants notionnels reculaient ainsi de 18,3% sur une base annuelle pour les dérivés de taux et de 24,1% pour les dérivés d'actions, conduisant l'ensemble de l'activité sur les marchés organisés à diminuer de près de 19%. Sans doute la crise financière et ses conséquences sur les activités de marché des établissements financiers ont-elles contribué à ce mouvement de contraction.

Tableau 9 : marchés de dérivés – marchés organisés (notionnels, en milliards de dollars)

	Déc. 2006	Juin 2007	Sept. 2007	Déc. 2007	Juin 2008	Var. sur un an (%)	Sept. 2008	Var. sur un an (%)
Contrats de change	240	303	310	291	366	21,0	326	5,0
Dérivés de taux	62 593	86 135	83 632	71 051	73 779	- 14,3	68 361	- 18,3
Dérivés d'actions	6 574	10 246	10 941	7 757	8 672	- 15,4	8 299	- 24,1
Total	69 407	96 684	94 883	79 099	82 818	- 14,3	76 986	- 18,9

Source : BRI

A l'opposé, les marchés de gré à gré ont continué globalement à afficher une croissance rapide puisque à la fin du mois de juin 2008, les montants notionnels progressaient au rythme annualisé de 32,4%. Au-delà de cette dynamique d'ensemble, quelques mouvements remarquables méritent d'être soulignés. La croissance de l'activité sur le segment des instruments dérivés de crédit est demeurée soutenue (+ 34,6%, pour des montants notionnels de 27 325 milliards de dollars) mais a néanmoins enregistré un net fléchissement par rapport à l'année 2007. L'arrêt brutal des opérations de titrisation et de structuration « synthétiques » complexes, qui étaient jusque-là à l'origine de nombreuses émissions de CDS, a probablement joué un rôle significatif dans ce ralentissement. Selon la BRI, cela refléterait aussi la forte augmentation du nombre d'annulations de CDS au moment de l'envolée des *spreads*. Les instruments dérivés sur marchandises, dans un contexte marqué par de très larges mouvements de prix sur les marchés au comptant, ont, pour leur part, affiché une croissance très rapide, les montants notionnels progressant au 30 juin 2008 de près de 75% sur un an.

Tableau 10 : marchés de dérivés – marchés de gré à gré (notionnels, en milliards de dollars)

	Déc. 2006	Juin 2007	Déc. 2007	Var. sur un an (%)	Juin 2008	Var. sur un an (%)
Contrats de change	40 271	48 645	56 238	39,6	62 983	29,5
Dérivés de taux	291 582	347 312	393 138	34,8	458 304	32,0
Dérivés d'actions	7 488	8 590	8 469	13,1	10 177	18,5
Marchandises	7 115	7 567	8 455	18,8	13 229	74,8
<i>Credit default swaps</i>	28 650	42 580	57 894	102,1	57 325	34,6
Autres	39 740	61 713	71 146	79,0	81 708	32,4
Total	414 846	516 407	595 340	43,5	683 726	32,4

Source : BRI

B – L'activité sur le LIFFE de NYSE Euronext

L'activité du marché européen de dérivés de NYSE Euronext, le LIFFE, a présenté en 2008 une évolution en phase avec les orientations globales mentionnées précédemment. L'appréciation par les montants notionnels enregistrés pour l'ensemble de l'année 2008 témoigne d'un recul marqué du segment des dérivés actions (- 15,1%) et d'une progression très modérée des dérivés de taux d'intérêt (+ 5,2%). Au total, pour l'ensemble des produits, les montants notionnels s'accroissent de 4,6%. L'appréciation par les nombres de lots traités retrace ce moindre dynamisme, avec une progression de 10,6% en 2008 pour l'ensemble des segments, après une croissance proche de 30% l'année précédente. Le ralentissement est marqué à la fois pour les dérivés actions (+ 15% contre + 35,9% en 2007) et les dérivés de taux d'intérêt (+ 7% après + 25,6% en 2007).

1

2

3

4

5

6

7

8

Tableau 11 : volumes traités sur les marchés européens de dérivés de NYSE Euronext LIFFE par type d'actif sous-jacent (nombre de lots, en millions)

	2007	2008	Variation 2008/2007 (%)
ACTIONS	417,8	481,6	15,3
Actions individuelles	261,4	308,6	18,0
<i>Options</i>	186,2	184,1	- 1,1
<i>Futures</i>	75,3	124,5	65,4
Indices boursiers	156,4	173,0	10,6
<i>Options</i>	63,1	66,9	6,1
<i>Futures</i>	93,3	106,1	13,7
TAUX D'INTÉRÊT	518,4	554,9	7,0
Court terme	489,1	528,6	8,1
<i>Options</i>	135,5	186,8	37,8
<i>Futures</i>	353,6	341,8	- 3,3
Moyen et long termes	29,3	26,3	- 10,2
<i>Options</i>	0,5	0,4	- 8,6
<i>Futures</i>	28,8	25,9	- 10,2
MARCHANDISES	12,8	13,2	3,6
<i>Options</i>	1,3	1,5	13,3
<i>Futures</i>	11,5	11,8	2,5
TOTAL LIFFE	949,0	1 049,7	10,6
<i>Options</i>	386,6	439,7	13,7
<i>Futures</i>	562,4	610,0	8,5

Source : Euronext-LIFFE

4 > Les produits de gestion pour compte de tiers

Le marché de la gestion d'actifs pour compte de tiers a été affecté à partir du second semestre de 2007 par la crise des marchés du crédit. En 2008, l'amplification des effets de la crise a été préjudiciable à la plupart des catégories de fonds – qu'ils soient réglementés ou non – et n'a épargné aucune grande zone géographique. Aussi, au-delà des effets conjoncturels, la crise financière aura-t-elle, par l'ampleur exceptionnelle de ses impacts sur l'industrie de la gestion d'actifs, sans nul doute eu des effets structurants pour l'avenir.

Par rapport aux encours gérés à fin 2007, les fortes baisses d'encours des fonds de gestion collective observées à la fin du troisième trimestre de 2008 ont eu un caractère généralisé. Elles ont réduit les encours sous gestion des *mutual funds* américains et des OPCVM de droit européen de plus de 10%, une tendance baissière qui ne s'est pas infléchie au quatrième trimestre.

Cette tendance générale n'a cependant pas été observée partout dans la même mesure. Cela provient de différences dans le jeu des divers effets qui ont affecté les encours sous gestion : les évolutions des marchés d'actifs sous-jacents (effet performance) et ceux des souscriptions nettes par les porteurs de parts (des flux de collecte souvent négatifs sur la période), ces derniers étant notamment influencés par des arbitrages avec d'autres types de placements financiers comme les dépôts bancaires. Par ailleurs, d'autres facteurs de différenciation ont joué. Dans le temps, les faillites, aux Etats-Unis,

de la banque Lehman Brothers et du gérant de fonds Bernard Madoff⁽¹⁵⁾ ont largement contribué à accentuer la dégradation des encours au second semestre. Dans l'espace, certaines différences dans les comportements d'investissement ou de réallocation d'actifs ont pu être notées selon les zones géographiques, qui reflètent en partie des évolutions spécifiques à certaines catégories de produits.

A – 2008 est le témoin d'une généralisation et d'une amplification des impacts de la crise financière sur le marché de la gestion collective

Aux dates considérées (voir tableaux 13 et 14), les variations d'encours ont été substantielles. Elles s'expliquent par des facteurs exceptionnels, au premier rang desquels la faillite de la banque Lehman Brothers le 15 septembre 2008. Cette dernière a en particulier eu un impact direct sur la performance de fonds monétaires qui détenaient de la dette de court terme (*commercial paper*) émise par cette banque, et subséquemment engendré des retraits massifs par les porteurs de parts aux Etats-Unis (- 145,2 milliards de dollars au seul mois de septembre). Mais cumulée sur les trois premiers trimestres de l'année, la collecte par les fonds monétaires, une catégorie qui reste des plus sécuritaires, a été fortement positive, traduisant à fin septembre une croissance des encours de + 6,4% aux Etats-Unis et de + 7,9% en Europe. Sur l'année 2008, la performance positive et la forte collecte des fonds monétaires – majoritairement domiciliés aux Etats-Unis, au Luxembourg et en France – ont traduit la recherche de sécurité par les investisseurs.

Tableau 12 : encours et flux de collecte par les *mutual funds* américains (de janvier à septembre 2008, en milliards de dollars)

	Encours			Flux de collecte nets			
	Sept. 08	Déc. 07	Var. (%)	T1-T3 08	T1-T3 07	Var. (%)	Var. rel. (%)
Fonds actions	4 956	6 521	- 24,0	- 124,2	89,7	- 238,5	- 1,9
Fonds diversifiés	601	713	- 15,8	- 0,2	18,4	- 100,9	- 0,0
Fonds obligataires	1 690	1 679	0,7	93,2	94,7	- 1,6	5,6
Fonds monétaires	3 384	3 107	8,9	198,2	416,8	- 52,4	6,4
Total	10 631	12 021	- 11,6	167,1	619,6	- 73,0	1,4

Source : ICI

Tableau 13 : Encours et flux de collecte par les OPCVM européens (du premier au troisième trimestre 2008, en milliards d'euros)

	Encours			Flux de collecte nets			
	Sep-08	Déc-07	Var. (%)	T1-T3 08	T1-T3 07	Var. (%)	Var. rel. (%)
Fonds actions	1 500	2 199	- 31,8	- 133,6	- 30,2	+ 341,9	- 6,1
Fonds diversifiés	734	853	- 14,0	- 105,2	65,6	- 260,3	- 12,3
Fonds obligataires	1 025	1 197	- 14,4	- 16,0	- 26,2	- 38,8	- 1,3
Fonds monétaires	1 040	911	14,2	72,2	59,0	+ 22,5	7,9
Autres fonds	228	253	- 9,8	- 10,0	62,3	- 116,1	- 4,0
Total	4 527	5 413	- 16,4	- 192,7	130,5	- 247,6	- 3,6

Source : EFAMA

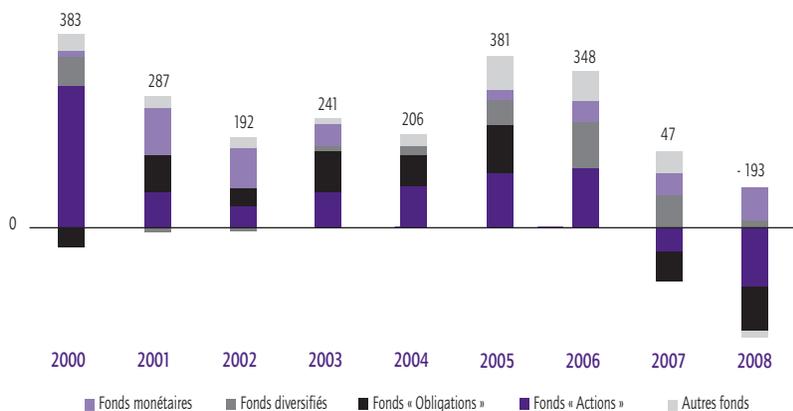
(15) Leur impact réglementaire est abordé au chapitre 4 page 150.

Résultant en large partie de transferts en provenance d'autres catégories d'OPCVM, cette collecte n'a pas suffi à compenser les baisses d'encours enregistrées par d'autres catégories de fonds. Les plus touchés à cet égard ont été les fonds actions. Leurs performances négatives – à fin septembre et par rapport au début de l'année – ont été proches de celles des indices de *blue chips*, à savoir - 20,6% aux Etats-Unis (S&P500) et entre - 24,1% (FTSE100) et - 33,1% (MIB30) en Europe, mais des flux de collecte négatifs sont en effet venus, notamment en Europe (- 6,5% contre - 1,9% aux Etats-Unis à fin septembre), amplifier les baisses d'encours.

Les baisses d'encours des fonds diversifiés ont été en Europe (- 14,0%) assez voisines de celles observées outre-Atlantique (- 15,8%). Cependant, elles résultent plus en Europe qu'aux Etats-Unis d'un mouvement de décollecte. Plus marqué encore que sur les fonds actions, ce mouvement s'explique notamment par la poursuite de la décollecte des fonds dits de « performance absolue » (*absolute return*). En France, prolongeant une tendance pourtant largement initiée en 2007, ces fonds ont perdu en 2008 près des deux tiers de leurs encours.

Enfin, dans leur recherche de sécurité (*flight to safety*), les investisseurs ont privilégié les fonds obligataires investis en titres souverains au détriment d'autres catégories de fonds obligataires et fortement soutenu le marché des fonds cotés en bourse (ETF), un segment de marché dont la transparence et la liquidité ont, selon Lipper Féri, permis de collecter plus de 40 milliards d'euros au cours des 10 premiers mois de l'année. De façon surprenante, les investisseurs ont, dans ce contexte, peu recouru aux fonds garantis, pourtant susceptibles d'offrir une garantie en capital dans le contexte de volatilité des marchés.

Graphique 31 : flux de collecte nette par les UCITS en Europe (en milliards d'euros)

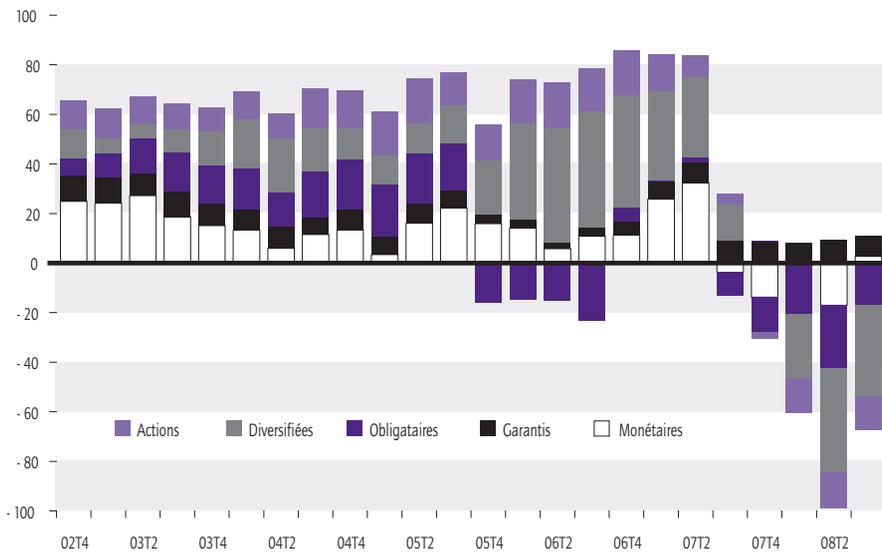


Source : EFAMA

B – Les fonds français n'échappent pas aux évolutions internationales

Dans le contexte de crise financière mondiale, les développements internationaux ont tendu à dominer les facteurs spécifiquement domestiques. Les constats précédents restent donc pour l'essentiel applicables aux fonds français. De fait, les données sur les flux de souscription mesurés en France révèlent-elles tout au plus une légère exacerbation des tendances observées à l'échelle internationale, dans la mesure où la décollecte des fonds actions et diversifiés (graphique 32) s'y est avérée particulièrement forte. Toutefois, si la gestion française a été particulièrement exposée aux effets de la crise sur ses fonds actions, elle a également bénéficié d'une collecte particulièrement prononcée par les fonds monétaires en euros – de sorte que les flux de collecte pour cette catégorie sont redevenus positifs dès le troisième trimestre de 2008, alors même que la mesure cumulée sur quatre trimestres est pourtant fortement affectée par la décollecte du second semestre 2007.

Graphique 32 : Souscriptions nettes de titres d'OPCVM France (flux cumulés sur quatre trimestres, en milliards d'euros)



Source : Banque de France

En année pleine, les données sur les encours des fonds français permettent par ailleurs de prolonger l'analyse effectuée plus haut. Elles permettent notamment de constater une accélération de la baisse (en rythme annuel) des encours des fonds à contenu en actions, dans le sillage des indices boursiers. Les variations d'encours ressortent ainsi à respectivement 43,0%, et 27,4% pour les fonds actions et diversifiés.

1

2

3

4

5

6

7

8

Tableau 14 : encours et flux de collecte par les OPCVM français (milliards d'euros)

FCP et SICAV	Encours 31/12/08	Var. rel. à fin 2007 (%)	Encours 30/09/08	Var. rel. à fin 2007 (%)	Encours 31/12/07	Var. rel. à fin 2006 (%)
Actions	189 750	- 43,0	234 319	- 29,6	332 948	0,2
Actions françaises	28 523	- 47,4	35 983	- 33,7	54 255	- 17,7
Actions des pays de la Communauté européenne	29 891	- 44,9	34 827	- 35,8	54 257	- 7,4
Actions de pays de la zone euro	58 355	- 36,1	69 925	- 23,5	91 350	16,9
Actions internationales	72 981	- 45,2	93 584	- 29,7	133 086	2,7
Diversifiés	218 468	- 27,4	244 957	- 18,6	300 848	1,9
Obligations	154 065	- 11,9	158 224	- 9,5	174 818	- 8,3
Obligations et/ou titres de créance en euros	110 440	- 8,8	113 533	- 6,3	121 104	- 4,5
Obligations et/ou titres de créance internationaux	43 626	- 18,8	44 691	- 16,8	53 714	- 15,8
Monétaires	487 601	13,4	466 774	8,6	429 940	0,2
Monétaire euro	486 483	13,6	465 305	8,7	428 113	0,2
Monétaire à vocation internationale	1 118	- 38,8	1 469	- 19,6	1 827	- 13,9
Autres	93 380	- 17,4	100 087	- 11,5	113 054	17,7
Garanti ou assorti d'une protection	13	- 88,5	87	- 20,6	110	- 18,0
Fonds à formule	70 682	- 5,9	70 249	- 6,5	75 149	8,2
OPCVM de fonds alternatifs	22 685	- 40,0	29 751	- 21,3	37 795	42,6
Total	1 143 264	- 15,4	1 204 361	- 10,9	1 351 608	0,6

Source : AMF

C – Les fonds non réglementés sur le devant de la scène

1 > Gestion alternative

L'effet de la détérioration des perspectives économiques et financières sur les marchés conjugué à un accroissement de la corrélation entre les rendements des différentes stratégies s'est traduit par une baisse généralisée des performances et des encours des *hedge funds*⁽¹⁵⁾. Seules quelques stratégies spécifiques sont parvenues à afficher des performances positives (voir tableau 15).

Ayant pu être interprétées à la lumière de l'incapacité des stratégies *Market Neutral* ou *Long-Short Equity* à s'affranchir de biais directionnels, ces performances négatives ont accéléré le mouvement de décollecte attribuable initialement et en partie au besoin de liquidité des banques et autres investisseurs institutionnels. Cette perte de confiance et les retraits des investisseurs ont probablement atteint leur paroxysme en fin d'année à la suite de la faillite, le 11 décembre 2008, de Madoff Securities, gérant de *hedge funds* et courtier new-yorkais.

(15) Différentes mesures sont proposées par des sources privées, comme Barclay Hedge, qui rapporte une baisse des encours de 18,5% de 2 107,8 milliards de dollars à 1 718,4 entre fin 2007 et le 3^e trimestre 2008, ou HFR, qui rapporte une baisse de 7,9% de 1 868,4 milliards à 1 721,5 milliards de dollars sur la même période. Toutes ont des biais propres, liés à la représentativité des échantillons et plus généralement à la méthodologie. Elles ont en outre l'inconvénient de ne pas couvrir la totalité de 2008.

Au total, contrairement à ce qui a été observé plus haut pour les OPCVM, les désinvestissements des porteurs semblent avoir été la première cause de la baisse inédite des encours mondiaux de *hedge funds*. Ils expliquent en tout cas la nécessité qu'ont eu les régulateurs de marché d'autoriser des dispositifs d'urgence destinés à organiser les désinvestissements dans des circonstances exceptionnelles d'illiquidité des marchés (instauration de *gates* et de *side pockets*, cf. *infra*, chapitre 4, pages 157-158).

Tableau 15 : performances des principales stratégies de *hedge funds* en 2008 (en%)

	Variation 2008
Convertible Arbitrage	- 26,55
CTA Global	15,65
Equity Market Neutral	- 8,38
Event Driven	- 18,48
Equity Long/Short	- 18,94
S&P500	- 37,00
Lehman Global Bond	16,74

Source : Edhec Risk

2 > *Private equity*

A l'échelle mondiale, les encours gérés par l'industrie mondiale du *private equity* restent largement concentrés aux Etats-Unis et, en Europe, au Royaume-Uni, où ils ont, jusqu'à la mi-2007, particulièrement bénéficié des grosses opérations de *Leveraged BuyOut* (LBO) dans le contexte d'abondance du crédit. Depuis, le resserrement des conditions de crédit, par ses effets sur la valeur des entreprises endettées, a particulièrement affecté ce segment de marché des LBO. Néanmoins, la crise financière a également pesé sur les autres segments de marché de l'industrie du *private equity* et sur l'ensemble de la chaîne de valeur, par l'effet simultané du durcissement des contraintes de financement de nouveaux projets, de la baisse de valeur des investissements et des difficultés de cession. Evaluées sur la base de l'indice mondial du *private equity* coté de Standard & Poor's, la performance de cette industrie est ressortie à - 18,61% sur l'année 2008. Bien qu'il concerne des montants de financement proportionnellement faibles, le segment du capital développement (*venture capital*) – peut-être parce qu'il constitue une alternative attractive au financement bancaire – a cependant semblé faire exception. Il s'est avéré particulièrement dynamique en France, où le poids du capital investissement est relativement important, l'évolution des encours des fonds a fait preuve de résistance (voir chapitre 4-II.C.6). Selon l'AFIC, les montants investis en capital investissement au premier semestre 2008 ont enregistré une croissance de 69% sur un an.

De façon générale, malgré les performances enregistrées, la recherche d'alternatives aux placements traditionnels a favorisé les levées de fonds réalisées par le *private equity* en 2008. En France, elles ont en outre bénéficié de réductions d'impôt destinées à encourager l'investissement dans les PME non cotées (voir *infra* chapitre 4 page 173).

1

2

3

4

5

6

7

8

CHAPITRE 2

La régulation et la coopération internationales

- | | |
|--|----|
| 1 – L'action de l'AMF au sein des organisations internationales et européennes : les réponses à la crise | 69 |
| 2 – La coopération internationale en matière d'information financière, de comptabilité et d'audit | 74 |
| 3 – La coopération internationale en matière d'intermédiaires et d'infrastructures de marché | 84 |
| 4 – La coopération internationale en matière de gestion d'actifs | 87 |
| 5 – La coopération internationale en matière de surveillance et de discipline des marchés | 92 |
| 6 – La coopération internationale en matière technique et de formation | 94 |

L'AMF a maintenu en 2008 un engagement fort en matière de régulation et de coopération internationales, que les circonstances – réunion à Paris en mai de la 33^e conférence annuelle de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), présidence française de l'Union européenne au second semestre, décisions du G20 en novembre – doublées de la crise financière rendaient d'autant plus nécessaires. L'AMF a présidé ou initié différents groupes de travail *ad hoc* ou comités permanents de l'OICV relatifs à la crise financière (problématiques de valorisation et diligences des gérants investis en produits structurés, rôle des agences de notation, travaux relatifs aux *hedge funds*, etc.), au suivi des opérations financières des sociétés cotées (échanges d'informations dans le cadre d'infractions boursières), aux évolutions des infrastructures de marché. L'AMF a participé activement au processus de négociation européenne sur le projet de nouvelle directive OPCVM afin d'aider à préciser les nouveaux mécanismes proposés. Ce projet introduit des types d'opérations transfrontières (fusions, schémas maîtres-nourriciers) et accélère certaines procédures existantes (comme le passeport permettant aux produits d'être commercialisés dans toute l'Union européenne). De son côté, le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR) a été chargé de proposer une définition des conditions d'un passeport de la société de gestion d'OPCVM qui sera incluse dans le texte final. Parallèlement, une attention particulière a été portée à la protection des investisseurs et à la qualité de l'information mise à leur disposition avec la refonte du prospectus simplifié qui présentera les informations clés sous un format limité à deux pages. L'AMF, qui a activement contribué à ces travaux, en liaison avec le CESR, accueille favorablement ces avancées et suivra de près les suites qui seront données en 2009. L'AMF a également contribué aux travaux de la Commission européenne sur les produits comparables qui posent la problématique de la commercialisation des produits d'investissement de détail et de la distorsion de concurrence au détriment des OPCVM introduite par les diverses législations européennes sur des produits comparables. Enfin, l'AMF qui milite depuis plusieurs années pour un encadrement plus strict des agences de notation a soutenu les initiatives prises par la Commission européenne dans ce domaine.

1

2

3

4

5

6

7

8

1 – L'action de l'AMF au sein des organisations internationales et européennes : les réponses à la crise

A – L'AMF et les organisations internationales

En 2008, l'AMF a continué de participer aux instances internationales de régulation financière. Elle a accueilli la 33^e conférence de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) en mai 2008 et en a présidé jusqu'à cette date le Comité technique.

1 > Le Forum de stabilité financière

Fondé à la suite de la crise asiatique de 1998, le Forum de stabilité financière (FSF) est présidé depuis 2006 par le gouverneur de la Banque d'Italie, Mario Draghi. Il réunit les représentants des ministres des Finances, les gouverneurs de banques centrales et les présidents des organismes de régulation boursière et bancaire des pays du G8 ainsi que de cinq autres pays⁽¹⁾. Le FSF compte également parmi ses membres les représentants des institutions financières internationales, de l'OCDE, de la Banque des règlements internationaux et de la Banque centrale européenne, ainsi que ceux des trois organisations internationales de régulateurs (dont l'OICV pour les régulateurs de marchés financiers).

(1) Australie, Hong Kong, Pays-Bas, Singapour, Suisse.

Dans le cadre de sa mission⁽²⁾ de promotion de la stabilité financière internationale, d'amélioration des conditions de fonctionnement des marchés et de réduction des risques systémiques, le FSF s'est concentré en 2008 sur le traitement de la crise financière. Il a poursuivi ses réflexions entamées en septembre 2007 au sein du groupe de travail sur la résilience des marchés et des institutions financières (Working Group on Market and Institutional Resilience) dont le rapport final a été remis aux ministres des Finances et aux gouverneurs des banques centrales du G7 en avril 2008. Il comprend notamment des recommandations sur :

- > la mise en place d'infrastructures pour les marchés de gré à gré de dérivés de crédits ;
- > le renforcement de la qualité de l'information financière et de l'information comptable ;
- > le respect par les agences de notation du code de bonne conduite amendé par l'OICV en mai 2008 dans le sens d'une transparence et d'une qualité accrues de leurs processus d'évaluation ;
- > le renforcement de la coopération internationale des superviseurs⁽³⁾

2 > L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)

Créée en 1983, l'OICV comptait 190 membres⁽⁴⁾ à la fin 2008. Son Comité exécutif est présidé par la Securities Commission néo-zélandaise, la vice-présidence étant assurée par la Chinese Securities Regulatory Commission. Le Comité technique est présidé par la Securities and Exchange Commission américaine (SEC) jusqu'à l'assemblée générale de l'OICV de 2010 et le Comité des marchés émergents, par le président de la Superintendencia de Valores y Seguros du Chili. L'ensemble des autorités membres se sont retrouvées à Paris en mai 2008 à l'occasion de la 33^e Conférence de l'organisation.

L'OICV a poursuivi l'approfondissement de son dialogue avec les représentants des professionnels concernant les priorités en matière de travaux internationaux, en organisant notamment une rencontre en janvier 2009 au cours de laquelle ont été abordés les travaux de la Task Force sur la crise du subprime

a) Le Comité technique et les comités permanents (Standing Committees)

Composé des présidents des 15 autorités représentant les marchés les plus développés et les plus internationalisés, le Comité technique est chargé d'examiner les principaux sujets de régulation internationale relatifs aux marchés de valeurs mobilières et de produits dérivés. Il élabore les normes et les recommandations en la matière. Il s'appuie sur cinq comités permanents, les Standing Committees SC1 à SC5, qui se répartissent les grands axes de réflexion de l'OICV :

- > le SC1, chargé des questions relatives à l'information financière et comptable⁽⁵⁾ ;
- > le SC2, chargé des questions relatives à la régulation des marchés secondaires⁽⁶⁾ ;
- > le SC3, chargé des questions relatives à la régulation des intermédiaires de marché⁽⁷⁾ ;
- > le SC4, chargé des questions relatives aux enquêtes, à la coopération et à l'échange d'informations entre les régulateurs⁽⁸⁾ ;
- > le SC5, chargé des questions liées à la gestion d'actifs, actuellement présidé par l'Autorité des marchés financiers⁽⁹⁾.

(2) Dont le détail est disponible sur son site internet à l'adresse suivante : <http://www.fsforum.org/home/home.html>

(3) Projet de Collèges de régulateurs repris par le G20 lors de sa réunion de Washington le 15 novembre 2008.

(4) Soit 109 membres ordinaires et 11 membres associés, nombre inchangé d'une année sur l'autre, et 70 affiliés, catégorie dans laquelle se trouvent des bourses et opérateurs de marché ainsi que des institutions financières internationales comme le FMI.

(5) Sur le Multinational Disclosure and Accounting Standing Committee, voir infra page 80.

(6) Sur le Regulation of Secondary Markets Standing Committee, voir infra page 84.

(7) Sur le Regulation of Market Intermediaries Standing Committee, voir infra page 86.

(8) Sur le Enforcement and Exchange of Information Standing Committee voir infra page 92.

(9) Sur le Investment Management Standing Committee, voir infra page 87.

b) Le Comité technique et les *Task Forces*

Dans le cadre de son action, le Comité technique peut créer des *Task Forces* sur des thèmes spécifiques. En 2008, deux *Task Forces* ont rendu leurs conclusions sur les agences de notation. Sur le gouvernement d'entreprise et l'audit, les travaux sont en cours. Trois *Task Forces* ont été créées à la fin de l'année pour contribuer aux réflexions du G20 : la première sur les entités non régulées, coprésidée par la BAFin⁽¹⁰⁾ et la FSA⁽¹¹⁾ ; la deuxième sur les marchés et produits non régulés, coprésidée par l'AMF et l'ASIC, l'autorité australienne ; et la dernière sur la *short selling*, présidée par la FSC de Hong Kong. Leurs travaux en cours ou finalisés sont brièvement résumés ci-après.

- > La *Task Force* sur les crédits immobiliers à risque (les *subprime*), créée en novembre 2007 et présidée par l'AMF, a travaillé en 2008 sur la transparence des émetteurs et les *due diligences* des investisseurs, la gestion des risques, la valorisation des actifs, et les agences de notation, ce qui a conduit sur ce sujet précis à une étroite collaboration avec la *Task Force* en charge de ce thème. Le rapport final sur les *subprime*, corédigé par l'AMF et la *Securities and Exchange Commission* américaine et publié en mai lors de la conférence annuelle de l'OICV, intègre un résumé détaillé des conclusions du rapport sur les agences de notation publié à la même date. Ces travaux ont alimenté la déclaration du G20 de novembre 2008 et se sont traduits par des mandats en vue de poursuivre la réflexion sur un certain nombre de sujets confiés aux différents comités permanents. Le SC1 a notamment travaillé en coordination avec les intervenants de marché sur la transparence des émetteurs et les *due diligences* des investisseurs au regard de l'information relative aux produits titrisés, le SC2 avec les acteurs du marché secondaire des produits structurés sur la mise en place d'un dispositif de transparence des transactions, le SC3 s'est vu confier les mandats portant sur le contrôle interne et la gestion du risque de liquidité dans les entreprises d'investissement. Enfin, le SC5 avec les gestionnaires de portefeuilles sur les *due diligences* en matière d'investissement.
- > La *Task Force* sur les agences de notation a été créée en 2003. Elle est à l'origine du code de bonne conduite présenté aux professionnels en décembre 2004 puis adopté en 2007 par les principales agences internationales. En mai 2008, le Comité technique a approuvé une version amendée du code prenant en compte les enseignements de la crise. En novembre, le G20 a reconnu la légitimité de ses travaux, considérant dès lors l'OICV comme le normalisateur international de référence vis-à-vis des agences de notation.
- > La *Task Force* sur le gouvernement d'entreprise a publié en mars 2007 un état comparé des principales places financières au regard du principe établi par l'OCDE selon lequel tout conseil d'administration doit être en mesure d'exercer un jugement objectif et indépendant sur la vie de la société dont il a la charge. Il a été convenu de ne pas s'engager immédiatement dans la voie des recommandations, mais de poursuivre l'étude des situations respectives des juridictions représentées à la *Task Force*. Ce travail a été mené en 2008 en collaboration avec les professionnels, favorables à une normalisation accrue. Un rapport final sera présenté en juin 2009⁽¹²⁾.
- > La *Task Force* en matière d'audit, dont l'impulsion a été donnée par l'AMF en juin 2007 lors d'une table ronde organisée à Paris sous l'égide de l'OICV, s'est consacrée à trois principaux thèmes : la transparence, l'organisation interne, les supports de communication des sociétés d'audit. Un des objectifs vise à établir, au sein de chaque juridiction, une plus grande homogénéité des relations entre sociétés d'audit et régulateurs, en particulier sur le plan du contenu de l'information transmise au titre de la supervision.

(10) Bundesanstalt für den finanzdienstleistungsaufsicht.

(11) Financial Services Authority britannique.

(12) En ce qui la concerne, l'AMF a relevé en novembre 2008, dans son rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne, que des progrès ont été faits par les sociétés (cotées) françaises dans la communication sur les missions et l'activité des conseils d'administration. Ce rapport est disponible sur son site internet (www.amf-france.org), rubrique « Publications > Rapports annuels > Rapports contrôle interne et gouvernement d'entreprise ».

- > La *Task Force commodities*, créée en septembre 2008, a pour mandat d'étudier la nature évolutive des marchés de dérivés de marchandises en tenant compte notamment des évolutions technologiques, de la mondialisation et de l'innovation que connaissent les produits, ainsi que de la participation à ces marchés de nouveaux types d'investisseurs. Elle doit examiner si les méthodes de surveillance demeurent adaptées et si les régulateurs coopèrent suffisamment pour faire face à l'internationalisation croissante des marchés.

3 > Le Joint Forum

Mis en place en 1996 sous le triple patronage du Comité de Bâle⁽¹³⁾, de l'OICV et de l'Association internationale de supervision des assurances, le *Joint Forum* a vocation à traiter les problématiques communes aux trois secteurs dans le but d'assurer une cohérence globale de la régulation. Treize pays membres de ces organisations internationales y sont représentés avec, pour la France, la Commission bancaire, l'AMF et l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM).

En 2008, le *Joint Forum* a poursuivi ses travaux relatifs aux transferts de risques de crédit entre banques et institutions financières. Ce thème a été traité par un groupe de travail *ad hoc* à la lumière de la crise des *subprime*. Le *Joint Forum* a analysé le rôle joué, face à la crise, par les contrats financiers bilatéraux du type des *credit default swaps* (CDS), et surtout par les véhicules de titrisation d'actifs en général ou de crédits en particulier du type des *collateralised debt obligations* (CDO). Son rapport, publié le 31 juillet 2008⁽¹⁴⁾, souligne la méconnaissance des risques liés à la titrisation par les intervenants de marché, notamment en termes de liquidité ou de réputation. Il pointe également les défaillances dans la gestion de ces risques et dans la valorisation des engagements et établit une liste de recommandations qui conduiront à une analyse critique de leur mise en œuvre dans le courant de 2009. Par ailleurs, le *Joint Forum* a finalisé en 2008 les réflexions engagées les années précédentes en présentant un état des lieux exhaustif des grands principes applicables aux grandes entreprises et conglomérats⁽¹⁵⁾. Il s'est également intéressé à la protection des clients en matière de commercialisation de produits et de services financiers⁽¹⁶⁾.

B – L'AMF et les instances européennes

1 > Le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR)

Le Comité européen des régulateurs de marché (CESR) réunit chaque trimestre, en formation plénière, les présidents des autorités de régulation de l'Union européenne. Présidé par le président de la Commission bancaire, financière et des assurances (CBFA) de Belgique, Eddy Wymeersch, il compte une quinzaine de groupes d'experts et comités opérationnels (notamment CESR-FIN et CESR-POL⁽¹⁷⁾) dédiés aux différents aspects de la mise en œuvre de directives européennes⁽¹⁸⁾. Il entretient un dialogue suivi avec les différentes parties concernées grâce à son comité consultatif, le *Market Participants Consultative Panel*. Au plan de la méthode, il recourt systématiquement à l'appel à contribution⁽¹⁹⁾ et à la consultation des auto-

(13) Dont l'appellation exacte est Comité de Bâle pour la supervision bancaire.

(14) Disponible à l'adresse : <http://www.bis.org/publ/joint21.pdf?noframes=1>. Les représentants du groupe de travail étaient, pour la France, des membres de la Commission bancaire et de l'ACAM.

(15) C'était le mandat du *Joint Forum Principles Group*, groupe de travail constitué à la fin 2006 et qui a publié en avril un rapport centré sur la concentration des risques considéré sous l'angle de la crise. Ce rapport est disponible à l'adresse : <http://www.bis.org/publ/joint19.pdf?noframes=1>. Les représentants du groupe de travail étaient, pour la France, des membres de la Commission bancaire et de l'ACAM.

(16) C'était le mandat du *Joint Forum Customer Suitability Group*, qui a également publié un document en avril 2008, disponible à l'adresse : <http://www.bis.org/publ/joint20.pdf?noframes=1>. Les représentants du groupe de travail étaient, pour la France, des membres de la Commission bancaire et de l'AMF.

(17) Cf. *infra*, pages 75 et 93.

(18) Celle qui correspond à la mise en œuvre des mesures d'application des directives de la Commission et à l'harmonisation des politiques de supervision financière au travers de recommandations, *guidelines* et standards communs.

(19) *Call for evidence*.

rités et des professionnels⁽²⁰⁾, ainsi qu'à la tenue d'auditions publiques (à cinq reprises en 2008, par exemple, sur les agences de notation en mars ou sur le passeport européen des sociétés de gestion en octobre)⁽²¹⁾.

a) L'avenir de la supervision financière européenne

Dans la continuité des propositions faites en 2007 à la Commission par la *Beyond 2007 Task Force* sur l'avenir de la supervision européenne⁽²²⁾, l'AMF plaide⁽²³⁾ en faveur d'une réforme de la supervision financière européenne qui vise à faire du CESR la « tête de réseau des régulateurs de marché en Europe ». Parmi les mesures proposées figurent l'idée de conférer un caractère plus contraignant aux mesures de niveau 3⁽²⁴⁾ et le principe d'un cadre commun et d'une coordination accrue pour la supervision des institutions financières exerçant leurs activités sur une base paneuropéenne. L'AMF prône le renforcement du CESR par une clarification de son statut juridique et l'octroi de moyens humains et budgétaires adaptés aux missions qui lui sont confiées.

b) L'harmonisation des réglementations nationales et les progrès du marché intérieur européen

- > Information financière des émetteurs : l'AMF préside le groupe d'experts Prospectus qui a poursuivi le travail de mise à jour des questions pratiques soulevées par la mise en œuvre de la directive. A ce titre, il a complété les mesures de niveau 3 afin de prendre en compte les attentes des professionnels et l'impératif de protection des investisseurs. Le document contenant les positions communes en ce domaine a été enrichi par des points relatifs à l'information financière des émetteurs, la communication des commissaires aux comptes, les droits des investisseurs⁽²⁵⁾.
- > Gestion d'actifs : l'AMF copréside, au sein du groupe d'experts CESR-IM⁽²⁶⁾ avec la *Financial Services Authority* (FSA) britannique, le sous-groupe en charge des travaux relatifs à la refonte du prospectus simplifié des OPCVM coordonnés. Elle s'est attachée à promouvoir des documents plus lisibles pour les investisseurs et une procédure de passeport-produit facilitée pour l'industrie⁽²⁷⁾. A partir du second semestre 2008, elle a contribué à la conception, par la Commission européenne, de tests réalisés auprès d'un échantillon d'investisseurs.
- > En outre, l'AMF a activement participé à la discussion au sein du groupe d'experts CESR-IM dont l'avis a été remis à la Commission dans le cadre de la préparation de la directive OPCVM. Cet avis recommande en particulier la mise en place d'un passeport pour les sociétés de gestion. Il a été retenu par la Commission et par le conseil ECOFIN de l'Union lors de sa réunion du 2 décembre⁽²⁸⁾.
- > Agences de notation : dans le cadre des actions menées par l'Union européenne à la suite de la réunion du G20 en novembre 2008, la Commission a adopté une proposition de règlement relative aux agences de notation et demandé au CESR d'y contribuer par des mesures d'application complémentaires (*guidance*). Une *Task Force* a été mise en place dans ce but, à laquelle l'AMF participe.

(20) Au total, une quinzaine de fois en 2008.

(21) Sur ces différents points, cf. le site du CESR : <http://www.cesr-eu.org>

(22) Le rapport final de cette *Task Force* est consultable à l'adresse : <http://www.cesr.eu/index.php?docid=4854>.

(23) Dans le numéro 9 de sa Lettre de la régulation financière, disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Publications > Lettres et cahiers > Lettre de la régulation financière ».

(24) Le « processus Lamfalussy » distingue trois niveaux de normes européennes. Niveau 1 : directive cadre adoptée par le Parlement européen et la Commission. Niveau 2 : directive d'application ou mesures techniques d'application adoptées par la Commission seule. Niveau 3 : mesures d'harmonisation, normes ou standards communautaires adoptés par les Comités européens spécialisés, d'où l'appellation « comité de niveau 3 » attribuée au CESR, au CEBS (*Committee of European Banking Supervisors*) et au CEIOPS (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*).

(25) Disponible à l'adresse : http://www.cesr.eu.org/index.php?page=contenu_groups&id=40&docmore=1#doc

(26) Ou CESR-IMEG pour *CESR Investment Management Expert Group*.

(27) Cf. *infra* page 89.

(28) Cependant, en l'absence d'unanimité au sein du CESR comme au niveau des Etats membres, les conditions techniques de mise en œuvre du passeport, qui doivent être discutées début 2009, seront déterminantes.

2 > Le « 3L3 »

Le groupe conjoint de niveau 3 sur la convergence des réglementations⁽²⁹⁾, mis en place en novembre 2005, a pour mission de développer une culture européenne commune en matière de supervision dans les trois secteurs de la banque, de l'assurance et de la finance. S'attachant plus particulièrement à développer la coopération et à résoudre les possibles conflits de compétences entre ces secteurs, il réunit les comités européens correspondants, à savoir le CEBS (*Committee of European Banking Supervisors*) pour les banques, le CEIOPS (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*) pour les assurances, le CESR pour les activités de marché.

Sur la base du rapport d'un groupe de travail dont la direction avait été confiée à Michel Prada par le CEBS, le CEIOPS et le CESR, des opérations communes ont été décidées au printemps pour la mise en œuvre de programmes de convergence de la supervision de ces trois secteurs en Europe. Il a notamment été décidé d'organiser dès 2009 une dizaine de formations transectorielles en partenariat avec les autorités européennes intéressées. A moyen terme, l'objectif est d'accroître le nombre de ces séminaires et de les pérenniser grâce à l'octroi d'une participation financière des institutions européennes.

3 > La coopération des régulateurs de NYSE Euronext

La coopération opérationnelle des régulateurs s'applique en particulier au contrôle des plates-formes de négociation. Pour l'AMF, il s'agit de la coopération d'une part, au niveau européen avec les autorités chargées de superviser les marchés réglementés européens du groupe Euronext, d'autre part au niveau transatlantique avec les deux piliers de NYSE Euronext que sont, du côté américain, NYSE Group régulé par la *Securities and Exchange Commission* (SEC), et du côté européen, Euronext. Dans l'un et l'autre cas, les régulateurs européens sont représentés au sein de l'instance dénommée Comité des présidents.

Pour le groupe européen, le Comité des présidents a suivi avec une attention particulière la migration du système de négociation d'Euronext vers la nouvelle plate-forme UTP (*Universal Trading Platform*)⁽³⁰⁾ pour la partie obligataire. Il s'est également prononcé favorablement sur les différentes évolutions des règles de marché du groupe.

Au niveau transatlantique et conformément aux engagements pris en janvier 2007⁽³¹⁾, le Comité des présidents a approuvé les différentes nominations intervenues au sein du comité de direction (*Management Committee*) de NYSE Euronext. En revanche, les projets de développement du groupe transatlantique n'ont pas comporté en 2008 de dimension réglementaire appelant à un dialogue particulier entre le Comité des présidents et la SEC.

2 – La coopération internationale en matière d'information financière, de comptabilité et d'audit

A – Les agences de notation

La *Task Force* de l'OICV a poursuivi ses travaux sur les agences de notation avec la collaboration active de l'AMF, aboutissant en mai 2008 à la publication d'un rapport⁽³²⁾ qui formule des recommandations portant sur :

- > la qualité et l'intégrité des processus de notation : mise en œuvre et suivi des méthodologies en général mais aussi au regard des produits structurés complexes, expertise des personnes en charge de la notation des produits financiers, etc. ;

(29) « 3L3 » pour « 3 Level 3 Committees ».

(30) Cf. *infra*, chapitre 4 du présent rapport.

(31) Document disponible sur le site internet de la Commission européenne à l'adresse :

<http://www.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A6-2007-0460+0+DOC+PDF+VO//FR&language=FR>

(32) Intitulé *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets* et disponible sur le site internet de l'OICV, à l'adresse :

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD270.pdf>.

- > l'indépendance des agences et la prévention des conflits d'intérêts : politiques de rémunération, encouragement au développement d'une information financière large par les émetteurs et originateur ;
- > les responsabilités des agences en matière de communication destinée aux investisseurs : mise en place d'une information vérifiable, quantifiable et historicisée.

Un pas important a été franchi en septembre avec l'approbation par le Comité technique de l'OICV des conclusions de la *Task Force* visant à centraliser début 2009 les résultats d'une revue internationale des codes de bonne conduite et, surtout, à développer des mécanismes de coordination effectifs entre régulateurs pour la supervision des agences de notation⁽³³⁾.

B – L'information comptable et l'audit

1 > Le G8, Le Forum de stabilité financière, l'*International Accounting Standards Board*

La crise a eu un fort impact sur les comptes des institutions financières et des entreprises industrielles et commerciales. Dans ce contexte, les problématiques de détermination de la juste valeur de certains instruments⁽³⁴⁾, les évaluations⁽³⁵⁾, le classement des dettes financières comportant des *covenants*, la dépréciation des actifs corporels et incorporels sont apparues comme particulièrement importantes.

En avril, dans son rapport intitulé *Enhancing Market and Institutional Resilience*⁽³⁶⁾, le Forum de stabilité financière (FSF) a présenté 67 recommandations dont trois requéraient des réponses du normalisateur comptable international auxquelles les régulateurs nationaux ont contribué. De son côté, le G8 s'est prononcé pour que la transparence des comptes soit améliorée dès les comptes semestriels établis au 30 juin 2008. Ces demandes, qui visaient en particulier la mesure de la juste valeur dans des marchés illiquides, l'amélioration des règles de consolidation concernant en particulier les entités *ad hoc*, et l'amélioration des informations à fournir au titre des instruments financiers, ont été à l'origine de la mise en place par l'IASB d'un *Expert Advisory Panel* chargé de proposer très rapidement des réponses aux problématiques de valorisation et d'information en annexe. Les régulateurs ont été partie prenante à ces réflexions.

2 > Les travaux du CESR-Fin sur l'information comptable et financière

a) Organisation du CESR-Fin

Le CESR-Fin a pour mission de suivre l'évolution de la réglementation en matière de comptabilité et d'audit au plan européen. A ce titre, il coordonne l'action des régulateurs au sein de l'Union et identifie de manière prospective les problématiques nécessitant l'engagement du CESR⁽³⁷⁾. Il apporte également son expertise aux autres instances du CESR pour la résolution de problèmes comportant une dimension comptable. Il sert, enfin, de contact avec les principaux régulateurs boursiers extra-européens dans le cadre de la coopération internationale sur l'information financière.

Par ailleurs, le CESR-Fin entretient des relations étroites avec les instances européennes :

- > en tant qu'observateur auprès de la Commission⁽³⁸⁾ ;
- > ou dans des organismes situés dans sa mouvance, tel que l'EFRAG⁽³⁹⁾.

Enfin, un des représentants du CESR-Fin participe, depuis 2005, aux réunions du SAC, le *Standards Advisory Council* de l'IASB.

(33) Cette coordination prendrait place au sein d'un collège des régulateurs aux attributions élargies à l'ensemble des questions financières.

(34) IAS 39 – Instruments financiers : comptabilisation et évaluation.

(35) IAS 36 – Dépréciations d'actifs ou IAS 19 – Avantages accordés aux salariés.

(36) Disponible sur le site internet du FSF, à l'adresse : http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf.

(37) Par exemple, par la production ou l'adaptation d'un standard du CESR, la mise au point de recommandations ou la publication de guides d'application.

(38) Notamment son Comité réglementaire comptable, l'ARC (*Accounting Regulatory Committee*) et son Comité réglementaire sur l'Audit, l'AuRC (*Audit Regulatory Committee*).

(39) *European Financial Reporting Advisory Group*. Etabli en 2001 à l'initiative de la Commission, il en est fonctionnellement indépendant. L'EFRAG est chargé de fournir un avis technique à l'ARC sur les nouvelles normes et interprétations.

b) Les travaux et publications du CESR sur la juste valeur des instruments financiers

La crise financière a mis en exergue certaines difficultés d'application des normes comptables traitant des instruments financiers. Ces normes ont souvent été accusées d'avoir eu un rôle d'accélérateur de la crise, leur utilisation, pour les instruments financiers, de valeurs de marché lorsqu'il n'y a plus d'acheteur dans ce marché, ayant pour effet de fixer des valorisations inférieures à celles attendues par les détenteurs de ces instruments sur la base des flux de trésorerie futurs des instruments.

Les travaux du CESR-Fin ont conduit CESR à publier en 2008 les documents suivants :

- > en octobre 2008, un rapport⁽⁴⁰⁾ sur l'évaluation de la juste valeur des instruments financiers lorsque les marchés ne sont plus liquides et sur l'information à fournir en annexe. A cette occasion, le CESR a rappelé qu'il était important que les émetteurs publient une information claire et précise sur les méthodes qu'ils utilisent pour valoriser les instruments financiers dans le contexte de crise financière ;
- > en novembre, un communiqué de presse⁽⁴¹⁾ dans lequel le CESR a affirmé son soutien à l'initiative prise par l'IASB de développer et de publier le guide (*guidance*) sur l'évaluation de la juste valeur des instruments financiers lorsque les marchés sont non actifs ;
- > enfin, à la suite de l'adoption par l'IASB le 13 octobre 2008 d'un amendement de la norme IAS39, qui permet le reclassement de certains instruments financiers, et en réponse à une requête de la Commission européenne, le CESR a publié un rapport⁽⁴²⁾ sur certains aspects techniques de l'application de l'amendement, ainsi que les résultats d'une enquête menée auprès des principales institutions financières européennes sur l'application de l'amendement. Il résulte de cette enquête qu'au 30 septembre 2008 peu d'institutions financières ont choisi d'appliquer l'amendement et par conséquent de reclasser leurs instruments financiers. Le CESR s'attend cependant à ce que l'amendement soit appliqué davantage dans les comptes annuels 2008.

c) Le point sur les échanges entre le CESR et la SEC

Le 2 août 2006, le CESR et la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ont finalisé un plan de travail commun portant sur le développement des marchés de capitaux entre l'Union européenne et les Etats-Unis, afin d'aplanir les difficultés liées à la coexistence de normes européennes IFRS et américaines GAAP.

Depuis, des réunions régulières ont eu lieu entre les deux organismes, dont il est résulté que :

- > les membres du CESR souhaitent être informés aussi en amont que possible lorsque des échanges entre la SEC et un émetteur européen sont susceptibles d'avoir des incidences sur les comptes présentés au sein de l'Union. Il s'agit en particulier d'éviter que des décisions contradictoires ne soient prises par les régulateurs concernés ;
- > une réflexion a été engagée sur l'identification des sujets qui devraient déclencher une consultation réciproque entre la SEC et un régulateur européen, conformément au plan de travail d'août 2006. Deux situations ont plus spécialement été retenues : celle dans laquelle les normes IFRS ne fournissent pas de traitement précis ou contiennent une ambiguïté⁽⁴³⁾ ; celle qui pourrait entraîner un changement significatif des états financiers si l'analyse de la SEC était retenue⁽⁴⁴⁾.

d) Les *European Enforcers Coordination Sessions* (EECS)

Sous-comité du CESR-Fin, ce groupe a pour objectif de recenser et de partager les principales positions prises en matière d'application des normes IFRS, de manière à garantir une approche conver-

(40) Disponible sur le site internet du CESR à l'adresse : <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=5285>.

(41) Communiqué du 5 novembre 2008, disponible sur le site internet du CESR à l'adresse : <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=5372>.

(42) Publié le 7 janvier 2009 et disponible sur le site internet du CESSER à l'adresse : <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=5445>.

(43) Dans ce cas, le CESR propose que la SEC consulte le régulateur européen concerné avant de finaliser sa décision.

(44) Dans ce cas, le CESR défend le principe que certaines informations figurant en annexe doivent être considérées comme significatives et qu'en conséquence un échange d'informations est nécessaire à leur sujet le plus en amont possible.

gente de la supervision, par les régulateurs européens, de l'application des IFRS par les sociétés cotées (*enforcement*). Ces sessions, qui sont l'occasion d'échanger sur des problématiques rencontrées par les régulateurs, font l'objet de décisions rapportées dans la base de données du sous-comité. Fin 2008, 180 décisions environ y étaient enregistrées, contre 120 environ un an auparavant.

Depuis 2007, le CESR publie régulièrement des extraits de sa base de données. En 2008, le CESR a publié deux extraits supplémentaires contenant au total 29 décisions portant à 56 le nombre de décisions publiées. De cette manière, le CESR fait œuvre utile en présentant des cas précis qui ont valeur d'exemple dans un cadre national déterminé, les situations décrites pouvant servir de guide pour d'autres juridictions. La publication de ces décisions et de leurs motivations vise à favoriser une application homogène des normes IFRS au sein de l'Union.

e) Le projet *Equivalence*

En vertu du règlement Prospectus⁽⁴⁵⁾ et de la directive Transparence⁽⁴⁶⁾, les émetteurs de pays tiers effectuant une offre au public de valeurs mobilières dans l'UE et ceux dont les valeurs mobilières sont négociées sur un marché réglementé communautaire doivent présenter leurs informations financières conformément aux normes IFRS ou aux normes comptables nationales d'un pays tiers jugées équivalentes aux normes IFRS adoptées par l'Union. Ces exigences ont fait l'objet d'une dérogation à titre transitoire jusqu'au 1^{er} janvier 2009 : ainsi, ces émetteurs pourront continuer à utiliser certaines normes comptables nationales de pays tiers pour les prospectus déposés avant le 1^{er} janvier 2009 et pour les informations financières correspondant à des exercices commençant avant le 1^{er} janvier 2009 dans les conditions suivantes :

- > jusqu'au 1^{er} janvier 2009 (période transitoire), ils ont pu utiliser les référentiels comptables IFRS, américain (US GAAP), canadien et japonais, ainsi que d'autres référentiels comptables nationaux à condition que ceux-ci réunissent des critères qualitatifs précis⁽⁴⁷⁾. L'autorité du pays d'accueil aura la responsabilité d'accepter ces référentiels, étant entendu que le CESR devra coordonner les travaux des régulateurs de l'Union sur la démarche d'équivalence des référentiels comptables de pays tiers ;
- > à l'issue de cette période transitoire, le référentiel comptable d'un pays tiers ne pourra être utilisé que s'il a été jugé équivalent aux normes IFRS par la Commission européenne, en vertu d'une définition de l'équivalence qui fait l'objet d'un règlement publié le 21 décembre 2007⁽⁴⁸⁾ ou s'il est accepté par la Commission européenne pour une période transitoire complémentaire ne pouvant aller au-delà du 31 décembre 2011, en vertu de l'article 4 du règlement du 21 décembre 2007.

On notera que la mise au point de ce règlement, qui ouvre la possibilité d'une extension jusqu'au 31 décembre 2011 de la période transitoire pour tenir compte des délais d'adaptation propres aux pays convergeant vers les normes IFRS ou adoptant les normes IFRS ou ayant exprimé leur intention de le faire, est à mettre en relation avec la proposition émise par la SEC américaine en novembre 2007 visant à dispenser d'obligation de rapprochement avec les normes américaines les émetteurs de pays tiers, notamment les entreprises de l'Union, utilisant les normes IFRS.

(45) Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004. Ce règlement met en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel.

(46) Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.

(47) Lesquels sont répertoriés à l'article 35.5A (c) modifié du règlement Prospectus (et des dispositions similaires de la directive Transparence). Il faut notamment que le normalisateur comptable du pays tiers concerné ait pris, avant le premier jour de l'exercice considéré, un engagement public de faire converger son référentiel comptable vers les normes IFRS ; qu'il ait établi un programme de travail permettant une convergence avant le 31 décembre 2008 ; enfin que l'émetteur fournisse à l'autorité du pays d'accueil la preuve que ces conditions d'engagement et de date sont bien réunies.

(48) *Commission Regulation (EC) No. 1569/2007 of 21 December 2007 establishing a mechanism for the determination of equivalence of accounting standards applied by third country issuers of securities pursuant to Directives 2003/71/EC (Directive Prospectus) and 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council.*

En 2008, le CESR-Fin a de nouveau été sollicité par la Commission européenne et lui a transmis trois nouveaux avis techniques :

- > un avis technique publié en mars 2008 sur l'équivalence des référentiels comptables américains, chinois et japonais ;
- > un avis technique publié en mai 2008 sur les référentiels comptables canadiens et coréens ;
- > un avis technique publié en novembre 2008 sur le référentiel comptable indien.

f) La contribution du CESR aux travaux de l'IASB et de l'IFRIC⁽⁴⁹⁾

Dans le cadre de sa contribution aux travaux de l'IASB et de l'IFRIC, le CESR a transmis à l'EFRAG un certain nombre de commentaires⁽⁵⁰⁾ sur les sujets suivants :

- > *Exposure Draft* ED 9 publié par l'IASB sur les *Joint Arrangements* ;
- > *Exposure Draft* publié par l'IASB sur le projet d'amélioration annuel 2007 des normes ;
- > *Exposure Draft* publié par l'IASB sur le projet de révision des normes IFRS 1 et IAS 27 ;
- > *Exposure Draft* ED 24 publié par l'IFRIC sur les *Customers Contributions* ;
- > *Discussion Paper* publié par l'IASB sur les instruments financiers ayant les caractéristiques de titres de capital ;
- > consultation de l'EFRAG sur le renforcement de la contribution européenne aux travaux de l'IASB et de l'IFRIC ;
- > consultation de l'*International Accounting Standards Committee Foundation* sur la révision de sa constitution ;
- > *Exposure Draft* publié par l'IASB sur la révision du *Conceptual Framework*.

3 > Les nouvelles directives européennes à transposer

En 2008, les directives 2006/43/CE et 2006/46/CE⁽⁵¹⁾ modifiant la 8^e directive sur le contrôle légal des comptes ainsi que les 4^e et 7^e directives relatives aux comptes annuels et aux comptes consolidés des sociétés de capitaux ont été transposées en droit français.

- > Directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2006 concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, et abrogeant la directive 84/253/CEE du Conseil (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)
- > Directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

a) La transposition de la directive relative au contrôle légal des comptes

La directive 2006/43/CE du 17 mai 2006 sur le contrôle légal des comptes a réformé les règles gouvernant les activités des commissaires aux comptes figurant dans la 8^e directive. Afin de renforcer la crédibilité de la fonction d'audit, elle pose des principes d'indépendance clairs, fondés sur la règle de séparation des fonctions d'audit et de conseil, et comporte des exigences renforcées à l'égard des professionnels intervenant auprès d'entités dites « d'intérêt public » – c'est-à-dire auprès d'entités qui, par la nature de leurs activités, présentent des risques plus importants au regard de la sécurité financière

(49) IFRIC : *International Financial Reporting Interpretation Committee*.

(50) Ces lettres sont disponibles sur le site internet du CESR : www.cesr.eu

(51) Directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2006 concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, et abrogeant la directive 84/253/CEE du Conseil (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) et directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

(émetteurs cotés sur un marché réglementé, établissements de crédit, entreprises d'assurance). Le texte impose, par ailleurs, la mise en place, au sein de tous les Etats membres, d'un organisme de supervision publique, dont la fonction principale est de superviser les auditeurs.

Le droit français était déjà en grande partie conforme aux exigences de ce texte, du fait de la modernisation des règles gouvernant le contrôle légal des comptes par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 et par ses textes d'application. Ainsi, le commissariat aux comptes a connu de profondes réformes, marquées par l'affirmation de règles d'indépendance protectrices et par la mise en place d'un Haut conseil du commissariat aux comptes, autorité de supervision publique chargée d'assurer la surveillance de la profession et de veiller au respect de la déontologie et de l'indépendance de ses membres.

L'ordonnance du 8 décembre 2008, prise sur le fondement de l'article 32 de la loi du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire, modifie le code de commerce pour y introduire les éléments législatifs nécessaires au parachèvement de ce processus de transposition. Parmi les principales dispositions de l'ordonnance, on peut relever principalement :

- > le renforcement des prérogatives du Haut conseil du commissariat aux comptes en matière de contrôles périodiques et occasionnels, et la mise à sa disposition d'un corps de contrôleurs ;
- > la mise en œuvre de modalités de coopération du Haut conseil avec ses homologues étrangers ;
- > les principes d'inscription et de reconnaissance des commissaires aux comptes des pays tiers ;
- > les règles de composition du capital et des organes de direction des sociétés de commissaires aux comptes ;
- > l'instauration d'un délai de deux ans dans le cadre de la rotation des commissaires aux comptes sur les mandats qui leur sont soumis ;
- > le rôle et la composition du comité spécialisé sur les questions relatives à l'élaboration et au contrôle des informations comptables.

b) Les modifications apportées aux autres directives comptables

La directive 2006/46/CE⁽⁵²⁾ du 14 juin 2006 renforce les obligations de transparence des sociétés commerciales, pour ce qui concerne notamment les pratiques de gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne. La loi française⁽⁵³⁾ prévoyait déjà des dispositions en ces domaines, dans le cadre du rapport du président. Des adaptations étaient néanmoins nécessaires afin de refléter parfaitement les obligations posées par le texte communautaire.

La loi du 3 juillet 2008⁽⁵⁴⁾ a complété les articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce pour étendre l'objet du rapport du président aux procédures de gestion des risques mises en place par la société, en détaillant notamment les procédures d'élaboration et de traitement de l'information comptable et financière pour les comptes sociaux et, le cas échéant, pour les comptes consolidés. Elle a, par ailleurs, cherché à compléter la partie du rapport relative au gouvernement d'entreprise par diverses mesures comme :

- > la description de la composition du Conseil ;
- > un positionnement de type « appliquer ou expliquer » au regard du code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises. Ainsi, lorsqu'une société se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise, le rapport doit préciser les dispositions qui en ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été ainsi que le lieu où ce code peut être consulté. A l'inverse, si une société ne se réfère pas à un tel code de gouvernement d'entreprise, le rapport explique les raisons pour lesquelles la société a décidé de n'appliquer aucune de ses dispositions et indique les règles retenues en complément des exigences requises par la loi ;

(52) Directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

(53) Articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce et L. 621-18-3 du code monétaire et financier.

(54) Loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire (DDAC).

- > une description des modalités particulières relatives à la participation des actionnaires à l'assemblée générale ou un renvoi aux dispositions des statuts qui prévoient ces modalités ;
- > la mention de la publication des informations prévues par l'article L. 225-100-3 (éléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique) ;
- > l'approbation du rapport du président par le conseil et sa publication.

Par ailleurs, l'article 28⁽⁵⁵⁾ de la loi précise dans le code de commerce que les sociétés en commandite par actions doivent également produire un rapport comportant les mêmes informations.

4 > Les travaux de l'OICV sur l'information comptable et financière (SC1)

Le Comité permanent de l'OICV (SC1), qui a pour objet d'améliorer les normes relatives à l'information comptable et financière à l'échelon international⁽⁵⁶⁾, a poursuivi ses travaux au sein de quatre sous-comités : le Comité comptable, le Comité *Interpretation & Enforcement* des IFRS, le Comité audit et le Comité relatif à l'information non financière.

a) Le Comité comptable

Par l'intermédiaire du Comité comptable, le SC1 a poursuivi ses travaux de suivi des projets des organismes de normalisation et d'interprétation comptables, l'IASB⁽⁵⁷⁾ et l'IFRIC⁽⁵⁸⁾. Ses représentants ont participé à des groupes de travail instaurés par l'IASB sur diverses questions : présentation de la performance, instruments financiers, assurance, contrats de location, extraction des ressources naturelles, avantages accordés au personnel. Au près de l'IFRIC, le SC1 dispose de deux observateurs, l'un issu de la SEC, l'autre de l'AMF.

Représenté au SAC⁽⁵⁹⁾, instance qui conseille l'IASB sur les priorités à retenir pour l'élaboration de son programme de travail, le SC1 fait également partie depuis septembre 2008 de l'*IASCF XBRL Advisory Council*, instance consultative de l'IASCF qui accompagne le développement du langage électronique XBRL destiné à faciliter la diffusion de l'information financière des sociétés.

Le Comité comptable du SC1 a eu un rôle moteur dans l'élaboration et la publication en mai 2008 du rapport de la *Task Force* de l'OICV sur les *subprime*⁽⁶⁰⁾. De plus, le SC1 a pris part aux différents travaux de l'*Expert Advisory Panel* mis en place par l'IASB le 13 juin 2008 afin de proposer des améliorations et des clarifications quant à l'application de la norme IAS 39 sur la comptabilisation des instruments financiers et de la norme IFRS 7 sur les informations à fournir au titre de ces instruments.

Par ailleurs, en 2008, le Comité comptable a commenté de nombreux projets de normes, notamment :

- > l'exposé sondage sur le contrôle conjoint⁽⁶¹⁾ prévu par l'*Exposure Draft* 9 (ED 9) amendant la norme IAS 31 sur les participations dans les coentreprises ;
- > l'exposé sondage sur les modifications annuelles des normes IFRS ;
- > l'exposé sondage *Simplifying Earnings per Share* visant à faire converger la norme IAS 33 relative à la détermination du résultat par action avec son équivalent dans le référentiel comptable américain ;
- > la modification de la norme IFRS 7 « instruments financiers : informations à fournir » proposée en octobre 2008 afin de répondre aux principales faiblesses identifiées par l'*Expert Advisory Panel* en matière d'information sur la juste valeur des instruments financiers et sur le risque de liquidité.

(55) Il insère un article L. 226-10-1 ainsi rédigé :

« Art L. 226-10-1. Lorsque la société fait appel public à l'épargne, le président du conseil de surveillance établit un rapport joint au rapport prévu aux articles L. 225-102, L. 225-102-1 et L. 233-26, qui comporte les informations mentionnées aux septième à neuvième alinéas de l'article L. 225-68. »

En revanche, le dixième alinéa de l'article L. 225-68 du code de commerce précisant que le rapport du président présente les principes et règles arrêtés par le conseil de surveillance pour déterminer les rémunérations et avantages de toute nature accordés aux mandataires sociaux n'est pas visé.

« Ce rapport est approuvé par le conseil de surveillance et est rendu public. »

(56) *Standing committee n° 1 on Multinational Disclosure and Accounting*.

(57) IASB : *International Accounting Standards Board*.

(58) IFRIC : *International Financial Reporting Interpretation Committee*.

(59) SAC : *Standards Advisory Council*.

(60) Voir *supra*, page 71.

(61) *Joint arrangements*.

Enfin, plus en amont dans les travaux du normalisateur international, le SC1 s'est penché sur :

- > la communication à l'IASB de ses positions relatives aux *discussion papers* sur la distinction entre dettes et capitaux propres⁽⁶²⁾, sur l'harmonisation des méthodes de valorisation des instruments financiers⁽⁶³⁾, sur les engagements au bénéfice du personnel⁽⁶⁴⁾ et sur les deux premiers volets de la rénovation du cadre conceptuel : la question de l'entité de *reporting* (*The Reporting Entity*) et celle des objectifs du *reporting* financier et des informations pertinentes pour la prise de décision⁽⁶⁵⁾ ;
- > la révision de la constitution de l'IASC, dont la première phase a été lancée par cet organisme en juin 2008. Cette première phase abordait l'amélioration de la gouvernance de l'IASCF à travers la mise en place d'un *Monitoring Group* destiné à représenter les instances internationales de régulation auprès de l'IASCF et de porter de 14 à 16 le nombre de membres du *Board* de l'IASB afin d'obtenir une meilleure représentation géographique au sein de cette enceinte.

b) Le Comité *Interpretation & Enforcement*

Le Comité *Interpretation & Enforcement* des IFRS du SC1 est de création récente. Il a pour objet de faciliter une application cohérente des normes IFRS dans chaque juridiction grâce à une base de données constituée par l'OICV, qui comporte les décisions d'interprétation des normes par les autorités nationales. Les accords signés avec 47 de ses membres permettent d'alimenter cette base.

c) L'harmonisation internationale des règles relatives aux auditeurs

Le SC1 a également dans ses attributions la promotion de normes internationales de qualité en matière d'audit et d'indépendance des auditeurs. Il effectue à ce titre un suivi des travaux de l'IAASB⁽⁶⁶⁾ et de l'IESBA⁽⁶⁷⁾ près desquels il est représenté par trois de ses membres dans le *Consultative Advisory Group* de l'IAASB et par quatre autres dans le *Consultative Advisory Group* de l'IESBA.

En 2008, ses travaux ont porté sur les questions liées à l'audit, notamment :

- > la poursuite de la réflexion amorcée en 2007 sur l'évolution de l'audit et l'adoption des ISA⁽⁶⁸⁾ ;
- > le suivi de réflexions menées par l'*Audit Services Task Force* du Comité technique de l'OICV sur la concentration du marché mondial de l'audit, le contenu du rapport d'audit, la transparence des cabinets d'audit ;
- > le suivi des travaux de l'IAASB sur la juste valeur, notamment la publication en octobre 2008 de guidance sur l'audit de l'évaluation de la juste valeur dans un contexte de crise économique ;
- > la préparation de lettres de commentaire sur les projets de normes ISA clarifiées (projet *Clarity*) publiées par l'IAASB à un rythme soutenu tout au long de l'année ;
- > la préparation d'une réponse à la consultation de l'IAASB sur le projet de mise en place d'une procédure de traduction des standards IFAC⁽⁶⁹⁾ ;
- > la préparation d'une lettre de commentaire sur la seconde phase du projet de modification du code d'éthique de l'IFAC publié par l'IESBA ;
- > le suivi des travaux du PIOB⁽⁷⁰⁾.

(62) *Financial Instruments with Characteristics of Equity*.

(63) *Reducing complexity in Reporting Financial Instruments*.

(64) Vues préliminaires relatives aux *Amendments to IAS 19 Employee Benefits*.

(65) *The Objective of Financial Reporting and Decision-Useful Financial Reporting Information*.

(66) *International Auditing and Assurance Standards Board* (IAASB), l'organe normalisateur en matière de contrôle interne. Il dépend de l'IFAC, l'*International Federation of Accountants*.

(67) *International Ethics Standards Setting Board of Accountants* (IESBA), chargé de la normalisation de l'éthique de l'audit. Il dépend également de l'IFAC.

(68) *International Standards on Auditing* (ISA). Les normes ISA sont développées par l'IAASB.

(69) IFAC : *International Federation of Accountants*.

(70) *Public Interest Oversight Board* (PIOB) établi en 2005 pour superviser les activités de l'IFAC.

d) Le Comité relatif à l'information non financière

Le Comité information non financière du SC1 a finalisé un projet de document relatif à l'établissement de principes généraux concernant les informations périodiques qui doivent être publiées par les sociétés cotées sur un marché réglementé. Ce projet devrait faire l'objet d'une consultation publique au cours du premier semestre 2009. Ce projet s'insère dans l'objectif de l'OICV de couvrir les obligations d'information auxquelles sont soumises les sociétés cotées sur un marché réglementé ainsi que celles faisant une offre au public, notamment transfrontalière, au moment de l'émission et pendant la durée de vie du titre. Il viendra compléter les travaux publiés par l'OICV concernant :

- > en 1998 et 2007, le contenu des prospectus de sociétés souhaitant faire admettre à la cotation des actions ou des obligations sur un marché réglementé ou faire une offre au public, notamment transfrontalière ;
- > en 2002, les *Principles for Ongoing Disclosure* relatifs à l'information permanente.

A cet égard, les travaux du SC1 précisent qu'en plus de la publication d'un rapport annuel comprenant les comptes annuels, un rapport de gestion et des comptes semestriels, la diffusion, au moins sur une base annuelle, d'un certain nombre d'informations complémentaires (sauf à ce que ces informations soient déjà légalement requises à travers les états financiers de la société ou son rapport de gestion) apparaissent comme très importantes. Ainsi, en plus des états financiers et du rapport de gestion, les travaux suggèrent qu'une information additionnelle soit donnée sur :

- > les transactions avec les apparentés ;
- > les rémunérations des dirigeants ;
- > les *equity compensation plan disclosure* ;
- > la gouvernance d'entreprise (existence de mandataires indépendants, de comité d'audit, code éthique...);
- > les risques de marché ;
- > les actionnaires (principaux actionnaires de la société ? Existe-t-il des pactes d'actionnaires ? etc.);
- > le contrôle interne concernant les procédures financières et comptables.

Enfin, si le rapport ne fixe pas de délais de publication, il précise que ceux-ci doivent tenir compte de la taille des entreprises.

Par ailleurs, à la suite du rapport de l'OICV sur la crise, le Comité information non financière du SC1 devrait finaliser d'ici à l'été 2009 un document relatif à l'information que doit contenir un prospectus établi dans le cadre de l'émission/cotation d'ABS.

C – Les travaux du CESR et le groupe Prospectus

En 2008, l'AMF a continué d'assurer la présidence du groupe de contact entre régulateurs mis en place au sein du CESR en septembre 2005 afin de faciliter le fonctionnement du passeport européen unique pour les prospectus des émetteurs et de veiller à la mise en œuvre harmonisée de la directive dans les Etats membres. Le groupe a consacré l'essentiel de ses travaux à la définition d'un schéma de prospectus allégé pour les offres de titres réservées aux salariés ne bénéficiant pas d'une dispense de prospectus, et à l'équivalence des prospectus établis selon des standards d'un pays tiers.

1 > La définition d'un schéma allégé pour les offres réservées aux salariés ne bénéficiant pas d'une dispense de prospectus

Les sociétés cotées sur un marché réglementé au sein de l'EEE sont dispensées de l'obligation d'établir un prospectus lorsqu'elles offrent des titres à leurs salariés. Les sociétés de pays tiers, et en particulier les sociétés américaines qui ne sont pas cotées au sein de l'EEE, ne peuvent pas bénéficier de cette dispense et doivent en conséquence établir un prospectus. Certaines de ces sociétés, qui mettent régulièrement en place des plans salariés à destination de leurs filiales européennes, ont pu

envisager de ne pas poursuivre cette politique compte tenu des coûts liés à l'établissement d'un prospectus. Afin de ne pas défavoriser les salariés des filiales européennes de ces sociétés, la Commission européenne a demandé l'assistance du CESR afin de définir un schéma allégé de prospectus applicable aux offres réservées aux salariés de sociétés de pays tiers non cotées sur un marché réglementé, dans l'attente d'un amendement de la directive Prospectus⁽⁷¹⁾.

Le groupe Prospectus a en conséquence arrêté une position commune définissant le contenu d'un prospectus établi dans le cadre d'une offre réservée aux salariés d'une société non cotée sur un marché réglementé. En effet, considérant que cette problématique ne concerne pas que les sociétés de pays tiers, mais aussi les sociétés européennes cotées sur un marché non réglementé, le groupe a souhaité inclure ces dernières dans ses travaux. En se fondant sur la réglementation européenne⁽⁷²⁾ qui permet à une autorité compétente d'autoriser une société à omettre des informations non pertinentes, le groupe a établi une liste d'informations susceptibles de ne pas être présentées. Ainsi, une société cotée sur un marché non réglementé, et soumise à des obligations d'information, peut ne pas inclure dans un prospectus établi en vue d'offrir des actions à ses salariés ou aux salariés de ses filiales la description de son activité et de son organisation, les comptes des trois derniers exercices, ainsi que certaines informations relatives aux modalités de l'offre non pertinentes pour ce type d'opération.

2 > L'évaluation de l'équivalence des prospectus établis selon la législation d'un pays tiers

La directive Prospectus permet à une autorité compétente d'approuver un prospectus établi selon la législation d'un pays tiers dès lors qu'il a été élaboré conformément aux normes internationales et que les informations requises sont équivalentes à celles exigées par la directive. Le CESR a rappelé ces dispositions par un communiqué de décembre 2008 dans lequel il précise qu'à cette date, aucun Etat membre n'avait pris de décision en ce domaine. Le communiqué annonce que le groupe Prospectus va entreprendre une évaluation de l'équivalence avec les législations de pays tiers, notamment Israël et les Etats-Unis.

3 > Les autres travaux du groupe Prospectus

Par ailleurs, le groupe Prospectus a poursuivi ses discussions sur les questions soulevées par les professionnels au sujet de la mise en œuvre des textes européens. Elles ont permis de mettre à jour en plusieurs étapes la « foire aux questions » sur la directive prospectus⁽⁷³⁾. Celles-ci portent notamment sur :

- > la présentation, sur une base volontaire, d'une information financière *pro forma* dans un prospectus, cas dans lequel la présentation doit être conforme à l'annexe II du règlement européen déjà cité ;
- > l'information à présenter dans un prospectus concernant le garant, lorsqu'un émetteur décide, sur une base volontaire, d'établir un prospectus pour une offre garantie inconditionnellement et irrévocablement par un Etat membre.

(71) Ce projet d'amendement de la directive Prospectus a été publié par la Commission en janvier 2009.

(72) Article 23.4 du Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE.

(73) Disponible sur le site internet du CESR à l'adresse www.CESR?eu/index.PHP?page=groupSdMAC=0&id=40.

D – Les travaux du CESR et la directive Transparence

Le *Transparency Expert Group* (TEG), groupe d'experts chargé d'examiner l'état de la convergence européenne au titre de la directive Transparence et de ses mesures d'exécution et textes liés⁽⁷⁴⁾, a mené les travaux suivants :

- > un état des lieux de la transposition dans les différents Etats membres. Les réponses individuelles des autorités ainsi qu'une synthèse de celles-ci ont été rendues publiques sur le site du CESR le 17 octobre 2008⁽⁷⁵⁾ ;
- > la mise au point de positions communes à l'ensemble des autorités pour lever les obstacles à une application harmonisée de la directive Transparence. Un projet de document contenant les premières positions harmonisées du groupe fera l'objet de questions-réponses qui seront publiées début 2009. Ce document porte sur des sujets comme la possibilité d'inclure des informations additionnelles dans les rapports financiers annuels, la problématique des informations relatives aux seuils, la prise en compte de la compensation des positions longues et courtes, la mise en œuvre de l'obligation de rendre publique une information réglementée ;
- > le TEG a par ailleurs travaillé sur l'élaboration d'un formulaire européen standard pour les déclarations de franchissement de seuils ou encore le réseau européen d'archivage de l'information financière.

3 – La coopération internationale en matière d'intermédiaires et d'infrastructures de marché

A – Les travaux de l'OICV (SC2) et du CESR sur les marchés

1 > Les travaux de l'OICV (SC2)

Le SC2, le comité permanent de l'OICV qui se consacre à la régulation des marchés secondaires, a principalement travaillé en 2008 sur les questions posées par l'accès direct au marché, c'est-à-dire les conditions dans lesquelles certains intermédiaires donnent à leurs clients un accès « direct » aux systèmes de négociation dont ils sont membres. Cet accès direct peut prendre la forme soit d'un système de routage, soit d'un accès dit « sponsorisé » qui permet au client d'entrer ses ordres dans le système de négociation en utilisant l'identifiant du membre du marché (lequel demeure responsable de l'ordre en question), mais sans passer par l'infrastructure du membre. Le projet de rapport, sur lequel le SC2 a travaillé en étroite coopération avec le SC3, s'attache à inventorier les régimes réglementaires qui encadrent les différents modes d'accès direct au marché. Le SC2 et le SC3 se sont efforcés d'identifier les risques soulevés par cette pratique sous toutes ses formes et, en particulier, l'accès sponsorisé, qui s'est développé aux Etats-Unis pour réduire les temps de latence dans l'exécution des ordres. Ils se sont enfin intéressés aux dispositifs de contrôle existants et à ceux qui seraient nécessaires pour faire face à ces risques. Le projet de rapport, qui contient des propositions de recommandations, devrait faire l'objet d'une consultation publique après son approbation par le Comité technique de l'OICV en février 2009.

(74) Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, JOUE du 31 décembre 2004 ; directive 2007/14/CE de la Commission du 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, JOUE du 9 mars 2007 ; recommandation de la Commission du 11 octobre 2007 concernant le réseau électronique reliant les mécanismes officiellement désignés pour le stockage centralisé des informations réglementées, visé dans la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil, JOUE du 12 octobre 2007.

(75) Elles sont disponibles sur le site du CESR, à l'adresse : <http://www.cesr.eu/index.php?page=groups&mac=0&id=41>.

Le SC2 a par ailleurs finalisé un projet de rapport et formulé des propositions de principes régissant les conditions dans lesquelles un marché réglementé peut externaliser certaines de ses activités soit auprès d'autres entités régulées, soit auprès d'entités non régulées. Les recommandations qui figurent dans ce rapport s'inspirent très largement des travaux menés sous l'égide du *Joint Forum* sur l'externalisation des activités par les intermédiaires financiers, en s'attachant plus particulièrement aux particularités des marchés réglementés, et notamment aux fonctions de régulation que certains d'entre eux continuent à exercer. Ce projet de rapport devrait également être mis en consultation publique au premier trimestre 2009. Enfin, à la suite de son rapport sur la crise des crédits *subprime* publié en mai 2008, le Comité technique de l'OICV a confié au SC2 un mandat sur la transparence du marché secondaire des produits structurés avec pour mission d'examiner, en lien avec les professionnels, la possibilité d'un système de publication des transactions sur produits structurés, en tenant compte des caractéristiques mêmes de ces produits. Le SC2 envisage de développer des recommandations non prescriptives pour la mise en place d'un tel système. Un rapport final est prévu à l'automne 2009.

2 > Les travaux du CESR : le sous-groupe CESR MIF Marchés

Une large part des travaux du sous-groupe CESR MIF Marchés a été consacrée au réexamen des conclusions du rapport publié par le CESR en août 2007 sur la transparence des marchés hors actions (*non-equity transparency*) en prenant en considération les événements récents ainsi que les recommandations publiées en mai 2008 par le Forum de la stabilité financière. Le document soumis à consultation en décembre 2008 analyse le rôle de la transparence *post-négociation* sur le marché obligataire *corporate* ainsi que sur le marché des produits structurés et des dérivés de crédit. En ce qui concerne la transparence, il envisage des pistes d'amélioration au sujet desquelles les différentes parties prenantes sont invitées à réagir : autorégulation, initiative des professionnels dans un cadre fixé par les régulateurs, processus réglementaire.

Le CESR MIF Marchés a également joué un rôle important dans la coordination et l'information réciproque des membres du CESR sur les modalités de transposition de la directive MIF afférentes aux marchés réglementés et aux systèmes multilatéraux de négociation. A ce titre, il s'est en particulier intéressé à l'article 40 de la directive relatif à la suspension d'un instrument financier et aux dérogations à l'obligation de transparence *pré-négociation* effectivement mises en œuvre dans les différents Etats membres.

Un an après l'entrée en vigueur⁽⁷⁶⁾ de la directive, le sous-groupe Marché a également entrepris d'examiner, en lien avec les professionnels, l'impact de ce texte sur l'organisation des marchés secondaires d'actions. Ce travail se poursuivra en 2009. Au regard des difficultés concrètes rencontrées en 2008 dans la mise en œuvre des recommandations (*guidance*) du CESR relatives à la définition d'une transaction, ce document sera également réexaminé.

Enfin, en réponse à un mandat conjoint de deux directions générales de la Commission européenne (DG Marché intérieur et DG Transport et énergie) attribué dans le cadre des propositions de directives du troisième « paquet énergie »⁽⁷⁷⁾, le CESR et le groupe ERGEG⁽⁷⁸⁾ des régulateurs de l'énergie en Europe ont émis deux avis techniques en septembre et décembre 2008. Le premier avis a recommandé la mise en place par une directive sectorielle d'un régime d'abus de marché sur les produits *spot* et dérivés⁽⁷⁹⁾ sur le gaz et l'électricité non aujourd'hui couverts par la directive Abus de marché. Le second a formulé des recommandations sur les points suivants : conservation des données par les fournisseurs (*supply undertakings*)⁽⁸⁰⁾, transparence des transactions effectuées sur des plates-formes de négociation, échanges d'informations entre les membres du CESR et les régulateurs européens de l'énergie.

(76) En novembre 2007.

(77) Modifiant les directives 2003/54/EC et 2003/55/EC.

(78) Pour *Energy Regulators Group for Electricity and Gas*.

(79) *Spot* : jour le jour et dérivés à terme.

(80) Lesquels font partie des entités couvertes par le troisième « paquet énergie ».

B – Les travaux de l'OICV (SC3) et du CESR sur les intermédiaires de marché

1 > Les travaux de l'OICV (SC3)

Cinq mandats couraient en 2008 au nom du SC3, le comité permanent de l'OICV dédié à la régulation des intermédiaires de marché.

- > Accès direct au marché⁽⁸¹⁾, conduit en partenariat avec le SC3.
- > Information des investisseurs non professionnels lors de la vente de produits financiers⁽⁸²⁾, conduit en partenariat avec le SC2.
- > **Surveillance par les régulateurs du respect des règles de conduite par les intermédiaires**

Dans le cadre de ce mandat, l'OICV examine les différentes approches et méthodes utilisées par les régulateurs pour s'assurer du respect des règles de conduite par les intermédiaires de marché. Le Comité technique se prononcera en 2009 sur l'opportunité de compléter l'inventaire des approches existantes par des recommandations de portée générale destinées à aider les régulateurs à faire face aux défis auxquels ils sont confrontés.

- > **Gestion des risques et surveillance prudentielle**

L'urgence de la crise financière a apporté en cours d'année son lot de travaux complémentaires. Les chantiers suivants, découlant de la *Task Force* sur la crise des *subprime*, sont à l'ordre du jour du SC3 :

- étude des systèmes de contrôle interne des intermédiaires financiers, y compris les sociétés de gestion (mandat conjoint avec le SC5) et mise au point de principes destinés à répondre aux problèmes qui auront été identifiés. Dans la conduite de ce mandat, le SC3 a été invité à tenir compte des travaux du *Senior Supervisors Group* en ce domaine⁽⁸³⁾.
- gestion du risque de liquidité : le SC3 est chargé de contribuer aux travaux du Comité de Bâle en matière de gestion du risque de liquidité. Afin de ne pas dupliquer les travaux bâlois, le SC3 examine ce sujet sous l'angle spécifique de la liquidité de marché (identification des méthodes de valorisation des instruments financiers et de calcul des décotes, typologie des instruments financiers et des risques majeurs constatés lors de la crise etc.).

- > **La conservation de données**

L'OICV reste attentive aux évolutions relatives à l'utilisation d'internet dans les activités de marché. Le SC3 a examiné les questions de nature technologique que soulève la conservation des données et mis à l'ordre du jour de ses travaux la capacité des intermédiaires à conserver et restituer, notamment à la demande des régulateurs, certaines archives conservées sous format électronique. Après avoir recueilli en 2007 et 2008 les points de vue exprimés par les intermédiaires et les fournisseurs de technologie, le SC3 doit rendre compte de ses travaux au Comité technique en 2009.

(81) Cf. *supra* page 84.

(82) Cf. *infra* page 87.

(83) Le SSG, qui réunit sept superviseurs de cinq pays (Allemagne, Etats-Unis, France, Suisse, Royaume-Uni) a publié deux rapports au printemps 2008 à la demande du Forum de la stabilité financière (FSF). Le premier analyse différentes pratiques en matière de gestion du risque parmi un éventail de grandes institutions financières intervenant au plan international, l'autre est relatif aux pratiques d'établissements financiers en matière de communication sur leurs expositions envers un certain nombre d'instruments financiers considérés comme présentant un risque élevé (CDO, RMBS, LBOs etc.).

2 > Les travaux du CESR : le sous-groupe CESR MIF Intermédiaires

Au cours de l'année 2008, le sous-groupe CESR MIF Intermédiaires a auditionné des représentants de prestataires de services d'investissement en Europe afin de mieux mesurer les conséquences pratiques de l'entrée en vigueur de la directive dans les pays de l'Union. La perspective adoptée valait autant pour les activités de gros (*wholesale*) que pour le détail (*retail*), et cela dans des domaines essentiels comme la meilleure exécution, les conflits d'intérêts et le conseil en investissement.

En outre, les méthodes de contrôle des intermédiaires mises en œuvre par les différentes autorités ont fait l'objet de discussions propices à une meilleure compréhension entre régulateurs et à l'amélioration de la communication en direction du marché. Ont ainsi été rédigés et diffusés un guide de la directive MIF à l'attention des investisseurs non professionnels et, à l'adresse des services de contrôle des autorités compétentes, trois recommandations (*supervisory briefing*) sur la meilleure exécution, les rémunérations incitatives et les conflits d'intérêts. Le sous-groupe a également répondu à une quinzaine de questions d'application pratique de la directive⁽⁸⁴⁾ et envoyé à 200 prestataires de services d'investissement en Europe un questionnaire sur les pratiques en matière de rémunérations incitatives afin de faire un point sur les pratiques existantes et préparer le terrain à la mise en œuvre d'objectifs d'amélioration et de convergence.

Par ailleurs, afin de répondre à un mandat confié par la Commission européenne au CESR et au CEBS – le Comité des régulateurs bancaires –, sur l'opportunité de modifier le régime applicable aux dérivés sur marchandises, un groupe conjoint CESR-CEBS a été mis en place début 2008, la *Commodities Task Force* a eu notamment pour mission d'examiner les points sur lesquels les directives bancaires prudentielles d'une part, la directive MIF de l'autre, devront être modifiées. Ces travaux, auxquels participaient du côté français l'AMF et la Banque de France, ont porté notamment sur les exemptions prévues par la directive MIF au bénéfice des entités spécialisées dans le négoce des marchandises et leurs dérivés en matière d'agrément et par la directive CAD⁽⁸⁵⁾, en matière de fonds propres. Une consultation publique a ensuite été organisée, aux termes de laquelle le CESR et le CEBS ont proposé en octobre, à la Commission, de réaménager dans un sens plus restrictif certaines des exemptions évoquées, notamment celles au titre de la directive MIF.

4 – La coopération internationale en matière de gestion d'actifs

A – Les travaux de l'OICV sur la gestion d'actifs (SC5)

L'activité du SC5, le Comité permanent de l'OICV qui est en charge des questions ayant trait à la gestion d'actifs, a été particulièrement soutenue en 2008. Présidé par l'AMF, il a en effet continué ses travaux relatifs aux fonds de *hedge funds* d'une part, à l'information à communiquer aux clients non professionnels avant ou lors de la vente d'OPCVM ou de produits financiers similaires d'autre part⁽⁸⁶⁾. Il a également poursuivi ses réflexions sur les problématiques réglementaires soulevées par les fonds indiciels (*ETF, exchange traded funds*) et les fonds immobiliers (*real estate funds*). Par ailleurs, et conformément à la demande du Comité technique de l'OICV, le SC5 a engagé des travaux sur des sujets d'actualité tels que la *due diligence* des gestionnaires financiers d'OPCVM offerts aux clients et investisseurs particuliers ou les conflits d'intérêts en matière de *private equity*.

(84) Les réponses sont soit publiées sur le site du CESR (www.cesr.eu), soit transmises à la Commission européenne pour publication sur son site (www.europa.eu).

(85) Pour *Capital Adequacy Directive*, la directive européenne sur l'adéquation des fonds propres.

(86) Le sujet relatif aux contrats de *soft commissions* dans le cadre des OPCVM donne lieu, pour la période 2008-2009, à une veille de l'évolution de la régulation en la matière.

1 > Les dossiers ouverts avant 2008

a) L'élaboration de principes généraux pour les fonds de *hedge funds*

Le rapport du SC5 sur les fonds de *hedge funds*, publié en juin 2008, a identifié deux domaines susceptibles de soulever des problèmes d'ordre réglementaire en matière de protection des intérêts des investisseurs : la gestion du risque de liquidité par les gérants d'une part, la nature et les conditions d'exercice par ceux-ci de leur *due diligence* avant et pendant tout investissement d'autre part. Conformément aux conclusions de ce rapport, le SC5 a élaboré courant 2008, sur la base des nombreux échanges organisés dès 2007 avec l'industrie, des principes généraux soumis en octobre à consultation publique. A la lumière des contributions recueillies dans le cadre de cette consultation, les principes devraient être finalisés début 2009 et soumis au Comité technique en juin pour publication. Au total, ces propositions complètent les principes approuvés par ce Comité en 2007 en matière de *hedge funds*, notamment la publication des principes fondateurs liés à leur valorisation, soulignant ainsi l'étendue des réflexions menées en quelques années par le SC5 sur le sujet.

b) Les informations à communiquer aux clients non professionnels avant ou lors de la vente d'OPCVM ou de produits similaires

Conduite dans le cadre d'un groupe de travail conjoint du SC5 et du SC3, la réflexion sur « les informations essentielles à communiquer aux clients non professionnels avant ou lors de la vente d'OPCVM ou de produits financiers » fait suite à la phase de collecte de données qui avait été menée en 2007. En 2008, un document de réflexion a été établi par le groupe de travail puis soumis à une consultation écrite auprès des différentes associations représentatives des professionnels et des investisseurs dans le but d'identifier clairement les problématiques. Les réponses reçues permettront au groupe de travail de dresser des principes généraux visant à renforcer l'efficacité des informations communiquées par les professionnels. Une fois arrêtés, ces principes devraient être soumis au Comité technique dans le courant du premier semestre 2009.

2 > Les nouveaux dossiers

Les principaux dossiers ouverts par le SC5 en 2008 concernent la *due diligence* des gestionnaires financiers et les conflits d'intérêts en matière de *private equity*.

a) La *due diligence* des gestionnaires financiers

Considérée comme une priorité, la question de la *due diligence* des gestionnaires financiers figure depuis mai 2008 parmi les préoccupations du SC5 en raison de la nécessité de normes renforcées en ce domaine. La mission du SC5 porte plus spécifiquement sur les obligations des gestionnaires financiers d'OPCVM offerts à des clients ou à des investisseurs particuliers lorsque ces gestionnaires investissent dans des produits financiers structurés. Elle s'est déroulée en 2008 en plusieurs phases : deux consultations ont d'abord été organisées auprès des professionnels d'une part, des régulateurs membres du SC5 d'autre part, à la suite de quoi un groupe de travail mixte industrie-régulateurs, présidé par l'AMF, a été mis en place en octobre. Sa mission consiste à définir, d'ici à la fin 2009, un cadre des bonnes pratiques en la matière.

b) Les conflits d'intérêts en matière de *private equity*

Un groupe de travail mixte régulateurs-professionnels présidé par la *Financial Services Authority* britannique a été constitué en juin 2008 avec mission, notamment, d'établir les mesures de prévention des conflits d'intérêts dans les sociétés de *private equity*. Il devrait remettre un rapport au Comité technique dans le courant du second semestre 2009.

3 > Les autres dossiers à moyen terme

Ouverts en mai 2008 par les conclusions du rapport de la *Task Force* sur la crise des crédits *subprime*, deux thèmes vont être traités en 2009 par le SC5 et le SC3 :

- > les méthodes de valorisation et l'expertise des gestionnaires financiers en la matière ;
- > la qualité des systèmes de contrôle interne mis en place chez les intermédiaires financiers, gestionnaires de portefeuille inclus.

D'autre part, conformément à son programme, le SC5 poursuit ses travaux préliminaires sur la valorisation des fonds immobiliers ainsi que sur la réglementation des produits structurés que sont les fonds indiciels et les ETF (*exchange traded funds*).

Le SC5 et le SC3 traiteront ensemble des questions relatives à la valorisation et à l'expertise des gestionnaires financiers en la matière⁽⁸⁷⁾ d'une part, et d'autre part de la qualité des systèmes de contrôle interne mis en place chez les intermédiaires financiers, gestionnaires de portefeuille inclus.

B – Les travaux communautaires et échanges bilatéraux : le groupe d'experts CESR-IM, la coopération avec la Commission européenne et la coopération bilatérale

1 > Le groupe d'experts CESR-IM et la coopération avec la Commission européenne

En 2008, l'AMF a poursuivi et renforcé son implication dans les travaux du CESR consacrés à la gestion collective, lesquels se déroulent au sein du groupe d'experts CESR-IM (*CESR-Investment Management*).

a) La réforme du prospectus simplifié des OPCVM

L'AMF et la *Financial Services Authority* britannique coprésident le sous-groupe du CESR-IM en charge des travaux relatifs à la réforme du prospectus simplifié des OPCVM coordonnés. Ces travaux visent, d'une part, à mettre en œuvre un prospectus simplifié plus lisible pour les investisseurs et, d'autre part, à simplifier la procédure de passeport pour l'industrie de la gestion grâce à la mise au point d'un support véritablement standardisé. La future directive européenne OPCVM IV prévoit, en effet, qu'un document d'informations clés pour les investisseurs remplace le prospectus simplifié à partir de juillet 2011.

La Commission a décidé de tester auprès des investisseurs les options possibles de présentation simplifiée et résumée des caractéristiques d'un OPCVM. Un mandat a été confié fin 2007 au CESR afin de réunir les informations nécessaires à la réalisation de ces tests en 2008. Le CESR rendra un avis à l'automne 2009 sur le contenu et le format de ce document.

Le CESR a remis le 15 février 2008 un avis préliminaire à la Commission européenne selon lequel le document ne devrait pas dépasser deux pages et devrait contenir une liste standardisée d'informations clés dont la longueur et la présentation pourraient être adaptées (sauf celles relatives aux risques ou aux frais, qui devraient faire l'objet de normes plus prescriptives). Le CESR propose de présenter ces informations clés dans l'ordre suivant : stratégie suivie par l'OPCVM, profil de risque/rendement, performance passée, frais à la charge de l'investisseur.

Ces propositions ont été testées auprès de particuliers de divers pays de l'Union et les résultats de cette première phase ont été pris en compte par le groupe d'experts CESR-IM pour élaborer des modèles de document d'informations clés couvrant différents types de fonds coordonnés. Le groupe d'experts a cependant constaté qu'un travail plus approfondi était nécessaire sur les détails techni-

(87) A moyen terme, le SC5 envisage de mettre à jour les principes de valorisation arrêtés par l'OICV en 1999.

ques de certaines recommandations, et par là même des tests supplémentaires, dont les conclusions, ainsi qu'une dernière consultation du CESR, devraient permettre la remise d'un avis final à la Commission.

b) Le passeport de la société de gestion

Le projet de modification de la directive OPCVM déposé par la Commission européenne le 16 juillet 2008⁽⁸⁸⁾ ne comportait aucune disposition relative au passeport de la société de gestion. Aussi a-t-elle confié au CESR mandat de lui remettre avant le 1^{er} novembre 2008 un avis sur les dispositions qui seraient nécessaires pour rendre le passeport de la société de gestion effectif tout en maintenant, malgré le renforcement de la dimension transfrontalière de ce mécanisme, un haut niveau de protection des investisseurs et de supervision des régulateurs.

Le CESR a lancé un appel à contributions, et le groupe d'experts CESR-IM a préparé un avis qui soutient en particulier les recommandations visant à organiser les compétences respectives du régulateur du fonds et celles de la société de gestion. Ce projet a été soumis à consultation en septembre, et l'avis final du CESR a été remis le 31 octobre.

La plupart des recommandations du CESR ont été reprises par la présidence française de l'Union européenne et adoptées par le Conseil européen qui, en concertation avec le Parlement, a introduit des dispositions relatives au passeport de la société de gestion dans le texte de compromis finalement approuvé.

c) Les autres sujets abordés par le groupe d'experts CESR-IM

Les autres sujets abordés par le groupe d'experts CESR-IM en 2008 ont porté sur les procédures de contrôle des risques que les sociétés de gestion doivent mettre en place.

De même, à l'initiative de l'AMF, une *Task Force* opérationnelle a été constituée fin 2006 au sein du groupe d'experts afin d'ouvrir un forum destiné aux échanges entre régulateurs sur des cas concrets d'application de la directive OPCVM et sur la manière de renforcer la convergence dans leurs pratiques quotidiennes. Cette *Task Force* a poursuivi ses travaux en 2008 et traité de cas pratiques relatifs, par exemple, à l'application de la législation communautaire, à certaines conséquences de la crise financière ou à la fraude Madoff survenue aux Etats-Unis et découverte en fin d'année. Dès l'identification de l'impact de la fraude sur la gestion d'actifs européenne, la *Task Force* a entrepris de dresser un état des lieux des retombées dans les différents Etats membres, des dispositions prises par les régulateurs concernés et, alors que la fraude mettait en lumière les divergences d'interprétation des dispositions nationales de la directive OPCVM gouvernant les missions et la responsabilité des dépositaires, un recensement des transpositions nationales pour éclairer le débat en la matière.

Par ailleurs, le CESR a publié ses recommandations de niveau 3 concernant l'éligibilité des instruments financiers à l'investissement des fonds coordonnés à la suite de l'entrée en vigueur de la directive portant mesures d'exécution en la matière.

2 > La coopération bilatérale

En 2008, les échanges bilatéraux de l'AMF avec ses principaux partenaires sur les sujets de régulation de la gestion collective se sont poursuivis à un rythme particulièrement soutenu. Ainsi, l'AMF a travaillé avec son homologue britannique, notamment dans le cadre de la coprésidence du groupe de travail du CESR-IM. Dans ce contexte, elle a approfondi sa stratégie d'échanges avec ses principaux homologues afin de définir des positions communes en amont des rendez-vous importants qui

(88) Cf. *infra* le paragraphe C sur la réforme de la directive relative aux OPCVM.

jalonnent les négociations multilatérales. Les positions défendues au sein du groupe d'experts CESR-IM et vis-à-vis de la Commission européenne, ont ainsi fait l'objet d'échanges préalables avec d'autres régulateurs en vue de maximiser l'influence de l'Autorité dans le processus de décision multilatéral.

Par ailleurs, l'AMF a répondu aux demandes d'assistance technique d'autres régulateurs, notamment de pays émergents, à travers une coopération informelle. Elle a ainsi présenté son modèle de régulation des acteurs et des produits de la gestion d'actifs aux régulateurs brésilien, indien et chinois en particulier.

C – La réforme de la directive OPCVM

La Commission européenne a adressé le 16 juillet 2008 au Parlement et au Conseil européen ses propositions de modification de la directive OPCVM, dont les principales dispositions portent sur la procédure de notification (agrément) des fonds, la mise en place de mécanismes de fusion de fonds transfrontaliers, le schéma transfrontalier fonds maîtres/fonds nourriciers, la refonte du prospectus simplifié en un document d'informations clés ainsi que des mécanismes de coopération et supervision renforcés entre régulateurs. Ce projet ne comportait pas de disposition visant à rendre effectif le passeport pour les sociétés de gestion d'OPCVM mais incluait dans l'exposé des motifs l'engagement de la Commission à présenter, sur la base d'un avis rendu par le CESR spécialement mandaté à cet effet, une proposition appropriée pour permettre son adoption avant la fin de la législature actuelle.

Parallèlement, sous l'impulsion de la Présidence française de l'Union au second semestre 2008, les groupes techniques du Conseil européen ont introduit des dispositions en faveur d'un passeport pour les sociétés de gestion. A la fin de 2008, l'étroite coopération développée entre le Parlement, le Conseil et la Commission a permis de bâtir un texte de compromis qui sera soumis au vote des deux colégislateurs européens.

L'AMF a été consultée par la Présidence française tout au long du second semestre 2008. De ce fait, ses services ont assisté la Présidence au sein des groupes techniques du Conseil européen, ce qui a permis à l'Autorité de défendre et faire valoir ses positions. Tout en manifestant son adhésion au principe des mesures qui visent à offrir de nouvelles possibilités d'organisation paneuropéenne aux sociétés de gestion, notamment celles relatives au passeport, l'Autorité a prôné un partage clair et pragmatique des responsabilités entre régulateurs ainsi que des mesures visant à un renforcement, du niveau de protection des investisseurs.

Dans sa réponse à la consultation de la Commission relative au rapport du groupe d'experts sur les fonds ouverts investissant dans l'immobilier, l'AMF a renouvelé son soutien à un régime permettant la commercialisation paneuropéenne de ces fonds et à des mesures appropriées de protection des investisseurs. De même, elle a participé au débat sur l'opportunité de créer un régime harmonisé de placement privé pour les fonds non coordonnés en Europe. Enfin, répondant à la consultation de la Commission sur les produits dits « substituables »⁽⁸⁹⁾, l'AMF s'est positionnée comme un interlocuteur de référence dans le débat sur les conditions de concurrence des promoteurs de ces produits et de la protection des investisseurs grand public y ayant recours. Ce thème a donné lieu à un rapport du groupe de travail de la Commission consultative Epargnant, présidé par M. Jacques Delmas-Marsalet, membre du Collège et vice-président de cette commission, rapport qui a été transmis à la Commission européenne.

(89) C'est-à-dire ceux en concurrence avec les OPCVM pour l'épargne des particuliers.

5 – La coopération internationale en matière de surveillance et de discipline des marchés

A – La participation de l'AMF aux travaux de l'OICV (SC4 et *Screening Group*)

L'Autorité des marchés financiers a poursuivi en 2008 ses travaux au sein du SC4, le comité permanent de l'OICV chargé des questions relatives aux enquêtes, à la coopération et à l'échange d'informations entre les régulateurs⁽⁹⁰⁾. Elle a également continué d'apporter son aide technique dans le cadre du *Screening Group*, cette enceinte de l'OICV chargée d'examiner les candidatures des régulateurs qui souhaitent signer l'accord multilatéral d'échange d'informations (*Multilateral Memorandum of Understanding*, MMoU).

1 > Le SC4 et les relations avec les régulateurs peu ou pas coopératifs

Au cours de 2008, les trois réunions du SC4 ont été complétées par les travaux du sous-groupe des quatre régulateurs (FSA britannique, OSC de l'Ontario, CNMV espagnole et AMF), afin de mener à bien le long travail d'analyse des problèmes rencontrés avec certains régulateurs considérés comme peu ou pas coopératifs.

Trois d'entre eux ont été identifiés dans une première phase comme ne coopérant pas de façon satisfaisante dans les enquêtes à composante internationale (absence de réponse, renseignements très incomplets et/ou inexploitable, délais de réponse anormalement longs). Ils ont été invités à dialoguer avec l'OICV afin de mieux comprendre les raisons des difficultés rencontrées dans les échanges d'informations et d'y apporter des solutions. On notera que ces obstacles peuvent avoir plusieurs origines, qui, parfois, se cumulent : une législation qui limite voire empêche la coopération ; des pouvoirs insuffisants de la part du régulateur pour obtenir les informations nécessaires ; un manque de moyens humains et/ou financiers et, dans certains cas, une absence de volonté de répondre aux demandes de façon satisfaisante. L'objectif de ces discussions est donc de convaincre les autorités locales de supervision d'une part, ce qui peut parfois intégrer la banque centrale, les représentants des pouvoirs exécutif, législatif et judiciaire, d'autre part, de prendre les mesures nécessaires pour rejoindre le « cercle vertueux »⁽⁹¹⁾ des régulateurs mondiaux.

Le bilan de cette première série de dialogues du sous-groupe s'avère positif : l'un des trois régulateurs concernés a pu signer l'accord d'échange d'informations de l'OICV dès 2007 (cela se traduisant par un échange accru d'informations avec ses homologues) et les deux autres, qui ont nécessairement pris le temps d'adapter leurs législations nationales, seront probablement, courant 2009, signataires à leur tour.

Il a donc été décidé d'accélérer le processus en ouvrant en 2008 une deuxième série de contacts auprès de trois nouveaux régulateurs, dont l'expérience passée en matière de coopération a été jugée décevante, et de dresser une liste complémentaire pour les années suivantes, afin que, dès 2009, le sous-groupe poursuive ce dialogue fructueux avec de nouvelles juridictions.

Par ailleurs, le SC4 a poursuivi en 2008 ses travaux relatifs au gel des avoirs sur le plan international, dans le but de faciliter le blocage des comptes des personnes suspectées d'avoir commis des fraudes boursières et d'éviter que les sommes en cause ne disparaissent une fois les sanctions prononcées.

(90) A la fin de 2008, le SC4 réunissait 19 régulateurs des pays ou provinces suivants : Allemagne, Australie, Brésil, Canada-Ontario, Canada-Québec, Espagne, Etats-Unis-CFTC, Etats-Unis-SEC, France, Grèce, Hong Kong, Italie, Japon, Mexique, Pays-Bas, Pologne, Portugal, Royaume-Uni, Suisse.

(91) Selon l'expression de Michel Prada, qui visait les régulateurs s'échangeant de façon régulière les informations nécessaires à l'accomplissement de leurs missions.

Il a également entrepris une étude portant sur la question des mises en garde au public, publiées sur les sites internet des régulateurs, et de réfléchir au rôle que l'OICV pourrait jouer dans la coordination de ces informations.

2 > L'accord multilatéral d'échanges d'informations (MMoU) et le *Screening Group*

L'AMF participe également aux activités du groupe de suivi de l'OICV (*Screening Group*)⁽⁹²⁾ chargé d'examiner les candidatures à l'accord multilatéral d'échange d'informations, le MMoU. Ce texte⁽⁹³⁾ établit des critères précis des conditions de consultation, de coopération et d'échanges d'informations entre pays membres, notamment en ce qui concerne leurs activités de supervision et d'enquêtes. Le MMoU comptait fin 2008, 49 régulateurs sur les 109 membres ordinaires de l'Organisation, soit cinq juridictions de plus qu'en 2007⁽⁹⁴⁾. Trente autres régulateurs ont déposé leur candidature, ce qui porte le total des régulateurs ayant postulé à 95 à la fin de 2008. L'OICV a souhaité que tous ses membres aient accompli cette démarche à la date du 1^{er} janvier 2010⁽⁹⁵⁾.

En tant que membre du *Screening Group*, l'AMF examine les dossiers⁽⁹⁶⁾ de manière collégiale avec ses homologues, en prenant soin de s'assurer que le système juridique des juridictions concernées permettrait aux autorités candidates, en cas de demande de coopération internationale, de réunir les éléments d'information souhaités et de les transmettre sans restriction pour les besoins propres de l'autorité demanderesse ou ceux des autorités judiciaires. En outre, vis-à-vis des membres de l'OICV qui souhaitent une assistance technique pour la préparation des documents nécessaires à leur candidature, l'AMF est un acteur important du dispositif d'assistance mis en place par l'OICV en partenariat avec le FMI et la Banque mondiale : elle a ainsi apporté son expertise à quatre homologues au cours des années récentes (un en 2006, deux en 2007 et un autre en 2008).

Enfin, l'AMF a représenté l'OICV aux réunions du Groupe d'action financière (GAFI) chargé de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

B – La participation de l'AMF aux travaux du CESR-Pol

L'objectif principal du CESR-Pol, groupe permanent du CESR, est de faciliter les échanges d'informations entre ses 29 membres afin de rendre plus efficace la surveillance des opérations effectuées sur les marchés de valeurs mobilières placés sous leur contrôle. Le groupe CESR-Pol permet également aux autorités compétentes de rassembler les données nécessaires au bon déroulement de leurs enquêtes et de coordonner leurs efforts à l'occasion d'investigations internationales. Enfin, il permet un échange d'expériences sur des cas concrets en vue de faire converger, dans la mesure du possible, les approches et pratiques des différents régulateurs, y compris de ceux des pays tiers : au cours de l'année 2008, le CESR-Pol a ainsi rencontré la FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*), organisme d'autorégulation américain, et a poursuivi le dialogue avec le régulateur du Liechtenstein en vue de promouvoir une compréhension mutuelle des cadres juridiques et des contraintes éventuelles de chacun et d'améliorer, le cas échéant, les pratiques de coopération.

(92) Le *Screening Group* comptait, fin 2008, 28 membres, soit les 19 membres du *Standing Committee* n° 4, auxquels s'ajoutent les neuf régulateurs de l'Afrique du Sud, la Belgique, la province canadienne de la Colombie-Britannique, l'île de Man, l'Inde, Israël (nouveau membre en 2007), la Nouvelle-Zélande, le Sri Lanka et la Turquie.

(93) Disponible sur le site de l'OICV à l'adresse <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD126-French.pdf>

(94) A savoir Afrique du Sud, Canada-Alberta, Allemagne, Australie, Bahrein*, Belgique, Bermudes, Canada-Colombie-Britannique, Chine, Danemark, Dubai, Espagne, Etats-Unis-CFTC, Etats-Unis-SEC, Finlande, France, Grèce, Hong Kong, Hongrie, île de Man, îles Vierges britanniques, Inde, Israël, Italie, Japon*, Jersey, Jordanie*, Lituanie, Luxembourg, Malaisie, Malte, Maroc, Mexique, Nouvelle-Zélande, Nigeria, Norvège, Canada-Ontario, Pays-Bas, Pologne, Portugal, Canada-Québec, République tchèque, Roumanie*, Royaume-Uni, Singapour, Slovaquie, Sri Lanka, Thaïlande*, Turquie. NB : Les nouveaux signataires de 2008 sont identifiés par un *.

(95) Les régulateurs ne pouvant être admis à l'accord en raison d'obstacles juridiques, mais qui se sont engagés à les corriger dans un proche avenir, sont recensés dans «l'annexe B» du MMoU. Parmi les 16 autorités concernées, certaines ont d'ores et déjà poussé leurs gouvernements respectifs à adapter leur législation nationale de manière à devenir à leur tour signataires de plein exercice.

(96) Les dossiers sont instruits par l'une des équipes de vérification composées chacune de représentants de quatre autorités, lesquelles remettent un rapport au *Screening Group* pour examen en réunion plénière et discussion des candidatures sur le fond.

1 > Les recommandations du CESR-Pol

Dans le cadre de ses travaux sur la mise en œuvre opérationnelle de la directive Abus de marché et de ses textes d'application, le groupe CESR-Pol a préparé en deux étapes, pour le compte du CESR, un projet de troisième document de recommandations. Conformément au programme de travail rendu public par le CESR en juillet 2007, une première partie, traitant de l'harmonisation des exigences concernant l'établissement et la communication des listes d'initiés et des notifications de transactions suspectes, a fait l'objet d'une consultation publique. La seconde partie du projet, qui porte sur le régime de la stabilisation d'instruments financiers et contient également une proposition relative à la gestion des rumeurs par les émetteurs, a également été soumise à consultation publique.

2 > Les alertes

La diffusion entre les membres du CESR de communiqués de mise en garde concernant des personnes proposant des services d'investissement sans y être autorisées, ou commercialisant des produits qui n'ont pas reçu l'agrément du régulateur compétent, s'est poursuivie en 2008. Ainsi, l'AMF a transmis à ses homologues européens par ce réseau les communiqués d'alerte publiés sur son site internet en 2008. Elle a, pour sa part, reçu 138⁽⁹⁷⁾ mises en garde de la part de ses homologues contre 90 en 2007. Ces mises en garde sont relayées par l'AMF sur son site internet par des liens pointant sur les sites des régulateurs compétents⁽⁹⁸⁾.

3 > Les autres sujets abordés par le CESR-Pol

Sous l'impulsion de l'AMF, le CESR-Pol a développé une approche commune sur la mise en œuvre de l'article 57 de la directive MIF⁽⁹⁹⁾. Ce dernier permet à l'autorité compétente d'un marché réglementé d'interroger directement des membres à distance de ce marché sans passer par l'autorité compétente de leur pays d'origine, en informant, néanmoins, cette dernière de sa démarche.

Le CESR-Pol a également entretenu des contacts réguliers avec le SC4 de l'OICV, en particulier sur le sujet des juridictions peu ou pas coopératives.

Enfin, l'AMF participe au groupe de travail sur les ventes à découvert constitué fin septembre 2008 sous la responsabilité du CESR-Pol. Ce groupe a pour tâches de comparer les différentes législations nationales, d'évaluer l'efficacité des mesures prises récemment par certains membres et de tenter de promouvoir des approches convergentes sur la question.

6 – La coopération internationale en matière technique et de formation

Dans le cadre du concours technique qu'elle apporte à la régulation européenne et internationale des marchés financiers, l'AMF poursuit son action en faveur d'une coopération renforcée aux niveaux bilatéral et multilatéral avec ses homologues étrangers. Cette action s'inscrit dans sa politique de « meilleure régulation », dont le programme de travail pour 2008-2009 comprend trois axes pour l'Autorité, parmi lesquels la poursuite du processus de reconnaissance mutuelle avec les pays extérieurs à l'Union européenne. Un des objectifs qui sous-tendent cette action est la promotion du modèle français de supervision, avec sa séparation de la sphère prudentielle et de la régulation des marchés, et la mise en avant des spécificités françaises.

(97) 90 communiqués de presse, relatifs à 138 mises en garde.

(98) Consultables sur le site internet de l'AMF, dans l'espace de l'épargnant, rubrique « Alertes ».

(99) Disponible à l'adresse : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0044:FR:PDF>.

A – Au niveau bilatéral

1 > Les accords de coopération et de partenariat

L'accord de coopération renforcée mis en place en décembre 2006 avec la *China Securities Regulatory Commission* (CSRC), et l'organisation en 2007, dans ce cadre, de séminaires de formation, a posé les bases d'un nouveau type de relations bilatérales adaptées aux besoins spécifiques des autorités de régulation signataires. Une délégation de l'AMF s'est ainsi rendue à Pékin en octobre 2008 dans le cadre d'un colloque sur les défis et les opportunités offertes à l'industrie financière en Chine et en France. Organisée par Paris Europlace sous le parrainage de l'AMF et de celui de la CSRC, cette manifestation a rencontré un succès qui confirme l'intérêt de cette forme de partenariat.

Dans le même esprit, un accord de coopération renforcée a été formalisé en février 2008 avec l'homologue indien de l'AMF, le *Securities and Exchange Board of India* (SEBI), dont l'une des principales dispositions comprend l'organisation de séminaires de formation en France et en Inde en matière de régulation des marchés de capitaux et de gestion d'actifs, ainsi que des visites de délégations. Les discussions relatives aux termes de référence de l'accord se sont poursuivies en cours d'année et les premiers échanges sont prévus pour 2009.

La signature en janvier de l'accord avec l'*Israel Securities Authority* (ISA) relève d'une démarche différente et relativement nouvelle encore, visant à reconnaître l'équivalence des prospectus entre la France et Israël lors de l'admission de titres à la négociation sur un marché réglementé français ou israélien. Les deux autorités ont installé un comité conjoint pour le suivi de la mise en œuvre de cet accord.

Enfin, des contacts ont été établis avec des autorités de régulation du Moyen-Orient, appelés à être finalisés en 2009. Au total, 39 accords et conventions ont été signés par l'AMF, ou précédemment par la COB, avec des homologues.

2 > Les rencontres avec les délégations étrangères

L'AMF a organisé neuf stages à l'attention de délégations représentant des autorités d'Afrique centrale, d'Afrique de l'Ouest, d'Égypte, du Maroc, de Roumanie et de Tunisie. Dans ces différentes occasions, elle a mis à disposition plusieurs de ses responsables et collaborateurs pour une présentation de son expertise, notamment en matière de gestion collective, d'inscription à la cote et de supervision de certaines catégories de sociétés (capital-risque, *holdings*), de surveillance et d'enquêtes, d'information comptable et d'information financière, d'étendue et de pratique de son pouvoir de sanction.

B – Au niveau multilatéral

Outre son action au niveau bilatéral, l'AMF s'est mobilisée afin de favoriser le fonctionnement de l'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI) et l'émergence de l'Institut européen de la régulation financière (IERF) ainsi que du Partenariat méditerranéen qui visent notamment à encourager le développement des flux d'affaires et la meilleure connaissance des régulateurs entre eux.

1 > L'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI)

Mis en place à partir de l'année 2000 à l'initiative de la Commission des opérations de bourse, l'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI) est une structure de dialogue et de coopération réunissant l'ensemble des autorités de régulation des marchés financiers qui utilisent le français comme langue de travail. Comme chaque année depuis la signature de sa charte fondatrice en 2002, l'IFREFI s'est réuni courant 2008 en deux temps : autour des présidents de chaque autorité membre d'une part, et autour des personnels à l'occasion de séminaires de formation d'autre part.

1

2

3

4

5

6

7

8

a) La réunion des présidents

La réunion des présidents fournit l'occasion d'échanges de haut niveau sur l'actualité financière internationale et permet de traiter un thème d'intérêt commun. En 2008, elle s'est tenue à Monaco, le 4 avril à l'invitation de la Commission de contrôle des activités financières de la principauté (CCAF), en présence de 15 participants représentant 27 juridictions⁽¹⁰⁰⁾. Trois thèmes ont, notamment, été traités : les moyens des autorités de régulation sur le plan des ressources humaines et des financements ; la crise des crédits *subprime* et la réponse apportée par les régulateurs ; le rôle des régulateurs dans l'évaluation du prix des instruments financiers à la vente ou à l'achat. Ont été élus à la tête de l'IFREFI pour 2008-2010 Jean-Paul Servais, représentant la Commission bancaire, financière et des assurances de Belgique, comme président et Edoh Kossi Amenounvé, représentant le Conseil régional de l'épargne publique et des marchés financiers (Union monétaire Ouest africaine) comme vice-président.

b) Le séminaire de formation à destination des collaborateurs des autorités de marché

Les séminaires de formation sont l'occasion d'aborder de manière concrète et pédagogique des sujets techniques qui font partie des préoccupations professionnelles nouvelles ou récurrentes des collaborateurs des autorités de marché. A Monaco les 2 et 3 avril, le thème de l'information liée aux produits d'épargne collective a été traité. Il a réuni huit ateliers sous la forme de trois panels (sur le contenu du prospectus ; les insuffisances constatées en matière de communication de l'information ; la coopération entre régulateurs) et de cinq interventions individuelles (sur les codes de bonne conduite des OPCVM ; la réforme du prospectus simplifié ; le contrôle de la publicité des OPCVM par le régulateur ; les travaux de l'OICV en matière d'information des investisseurs lors de la vente d'OPC ; l'éducation des investisseurs). Sont intervenus les représentants de la CBFA belge, de l'AMF française et de l'AMF québécoise, de la CSSF du Luxembourg, du CDVM marocain et du CMF de Tunisie. Le thème sur les initiatives prises en France en matière d'éducation des investisseurs a été traité par la déléguée générale de l'Institut pour l'éducation financière du public (IEFP).

2 > L'Institut européen de la régulation financière

Toujours en matière de formation, l'AMF a soutenu les premiers pas de l'Institut européen de la régulation financière (IERF), faveur d'une culture financière commune. A travers cette structure, qui concerne notamment les pays d'Europe centrale et orientale membres de l'Union⁽¹⁰¹⁾, elle souhaite apporter sa valeur ajoutée dans le développement d'une plus grande communauté de vues et de méthodes de travail entre régulateurs.

En avril 2008, et en coopération avec la Commission bancaire et l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM) du côté français, et la *Financial Services Authority* du côté britannique, l'AMF a organisé, sous le label de l'Institut européen de la régulation financière, un séminaire de trois jours réunissant les régulateurs européens des secteurs de la banque, de l'assurance et des marchés financiers sur le thème du « transfert du risque de crédit ». Les 39 régulateurs provenant de 19 pays européens et représentant 25 autorités de supervision qui y ont participé ont pu bénéficier à la fois de leurs expériences respectives, mais aussi échanger avec une trentaine de représentants de l'indus-

(100) Etaient représentés : l'Algérie (COSOB), la Belgique (CBFA), la Bulgarie (FSC), le Cameroun (CMF), la Communauté économique et monétaire d'Afrique centrale (CEMAC, dont le régulateur, la COSUMAF, rassemble six pays : Cameroun, Centrafrique, Congo, Gabon, Guinée équatoriale, Tchad), la France (AMF), la Guinée Conakry (PBVGC), le Luxembourg (CSSF), le Maroc (CDVM), la principauté de Monaco (CCAF), le Québec (AMF), la Roumanie (CNVM), la Suisse (CFB), l'Union monétaire ouest-africaine (UMOA, dont le régulateur, le CREPMF, rassemble 8 pays : Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo), la Tunisie (CMF). La Moldavie était excusée.

(101) Etant précisé que les stages de l'IERF sont ouverts aux autorités des pays émergents.

trie, du monde académique et de la Commission européenne. Le succès rencontré illustre la valeur ajoutée de ce type de démarche directement tournée vers l'objectif de créer une communauté de vues et de méthodes de travail entre superviseurs européens. Concomitamment à la réunion annuelle de l'OICV qu'elle a accueillie à Paris en mai, l'AMF a organisé un séminaire sur le même thème à l'attention de plus de 150 représentants de régulateurs.

3 > Le Partenariat méditerranéen

Initiative née en 2008, le Partenariat méditerranéen s'inscrit dans la ligne de la démarche de la présidence française de l'Union européenne en faveur d'une Union pour la Méditerranée. Son objectif principal est de faciliter les échanges entre les autorités membres de ce partenariat en soutenant, sur les deux rives, la convergence des outils financiers existants (en matière de gestion collective, par exemple) ainsi qu'une culture commune de supervision et de contrôle et, dans une période de croissance rapide des économies émergentes du Maghreb et du Proche-Orient, les fondements renforcés de flux financiers accrus entre les pays considérés. Dans une première étape de la mise en place de ce partenariat, une rencontre entre les présidents des autorités algérienne, égyptienne, espagnole, italienne, marocaine, portugaise, tunisienne et française s'est tenue à Madrid en marge d'une réunion du Comité technique de l'OICV, suivie en octobre d'une réunion de travail à l'occasion d'un Comité des marchés émergents de l'OICV à Marrakech. Une charte a été signée en mars 2009. Des séminaires de formation seront également organisés en 2009 sur des sujets d'intérêt commun.

1

2

3

4

5

6

7

8

CHAPITRE 3

Les opérations financières et la qualité de l'information

1 – L'évolution réglementaire et l'action de l'AMF en 2008	99
2 – La publication et la diffusion de points de doctrine en 2008 (hors offres publiques d'acquisition)	104
3 – L'évolution de l'activité en 2008 (hors offres publiques d'acquisition)	108
4 – Les offres publiques d'acquisition	119
5 – Les aspects comptables	132

L'année 2008 a été marquée par de nombreuses réformes législatives. En effet, la loi de modernisation de l'économie (LME) a été la source de multiples modifications du droit financier destinées à renforcer la compétitivité et l'attractivité de la Place de Paris. Elles concernent principalement la réforme de l'appel public à l'épargne et du droit des titres, la simplification du régime de rachat d'actions et la modernisation du régime des déclarations de franchissement de seuil et des déclarations d'intention. Par ailleurs, la directive sur les fusions transfrontalières a été transposée en droit interne. Enfin, la mise en place du dispositif d'archivage de l'information réglementée a été achevée.

Dans le cadre de sa démarche « Pour une meilleure régulation », lancée en 2006 et pour répondre aux attentes des professionnels, l'Autorité des marchés financiers a publié un certain nombre de positions, notamment relatives aux règles applicables aux augmentations de capital par voie d'attribution gratuite de bons de souscription d'actions (BSA) ou avec droit préférentiel de souscription (DPS) et aux opérations d'émission d'obligations à bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR). L'AMF a également lancé une consultation sur l'assouplissement des conditions d'introduction en bourse.

Sur le plan des opérations financières, l'activité a été particulièrement réduite dans la seconde partie de l'année 2008 tant pour les introductions en bourse sur Euronext et les inscriptions sur Alternext, que pour les visas délivrés pour l'admission de titres de créance ou de capital. La première partie de l'année a été marquée par la fusion GDF-Suez et l'introduction en bourse de Suez Environnement Company. Par ailleurs, plusieurs banques ont procédé à des opérations d'augmentations de capital significatives. Enfin, les premières admissions sur le compartiment professionnel ont eu lieu avec les sociétés Anheuser Bush et Vale.

Dans le domaine des offres publiques, la Cour d'appel de Paris a confirmé en 2008 la décision de l'AMF dans le dossier Eiffage, concluant au fait qu'il n'y avait plus lieu de faire obligation à Sacyr de déposer un projet d'offre publique sur les actions Eiffage dans la mesure où Sacyr avait cédé la totalité de sa participation au capital d'Eiffage sans n'avoir jamais pu prendre le contrôle de celle-ci. La Cour d'appel de Paris a également confirmé les deux décisions de non-conformité, prises par l'AMF en 2007, en raison d'actions de concert.

1 – L'évolution réglementaire et l'action de l'AMF en 2008

A – Les impacts de la loi de modernisation de l'économie

La loi de modernisation de l'économie (LME) du 4 août 2008 a habilité le Gouvernement à prendre par ordonnances les mesures législatives qu'appelait, dans le domaine du droit financier, le renforcement de la compétitivité et de l'attractivité de la Place de Paris. Sur la base de cette habilitation, plusieurs réformes lancées dans le cadre des travaux du Haut comité de Place ont été finalisées.

1 > La réforme de l'appel public à l'épargne

L'ordonnance du 22 janvier 2009⁽¹⁾ a procédé à une vaste réforme de l'appel public à l'épargne afin de rendre le droit français plus lisible pour les émetteurs étrangers et de renforcer la compétitivité de la Place de Paris.

Cette réforme a pour axe principal la suppression de la notion d'appel public à l'épargne qui recouvre à la fois la cotation sur un marché réglementé et l'émission ou la cession de titres dans le public. L'ordonnance du 22 janvier refonde le droit financier français en séparant ces deux notions et en les dotant de régimes juridiques autonomes. Corrélativement, le statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne, qui n'avait pas d'équivalent en droit communautaire, disparaît. Le régime juridique des

(1) Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière.

émetteurs dont les titres sont admis sur un marché réglementé n'est pas modifié et relève des directives européennes Prospectus, Transparence et Abus de marché. Les émetteurs dont les titres sont cotés sur Alternext demeurent tenus par les obligations légales dont l'opérateur de marché aura demandé l'application. En revanche, les émetteurs qui feront une offre au public de titres financiers, sans en demander l'admission aux négociations sur un marché réglementé ni sur Alternext, ne seront soumis qu'à l'obligation ponctuelle de publier, préalablement à la réalisation de cette opération, un prospectus visé par l'AMF.

La réforme offre par ailleurs aux émetteurs la possibilité de réaliser des augmentations de capital sans offre au public, par voie de placement privé, dans les conditions de prix prévues par le code de commerce et dans la limite de 20% du capital social par an.

L'ordonnance entrant en vigueur le 1^{er} avril 2009, ce délai a été mis à profit pour apporter au règlement général de l'AMF les modifications et les aménagements nécessaires qui ont fait l'objet d'une consultation publique jusqu'au 13 février 2009⁽²⁾.

2 > La simplification du régime des rachats d'actions

La loi de modernisation de l'économie (LME) a ouvert aux sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur les systèmes multilatéraux de négociations organisés la faculté de procéder à des rachats d'actions pour favoriser la liquidité de leurs titres.

Elle a également habilité le Gouvernement à simplifier par ordonnance le régime de publicité des rachats d'actions. L'ordonnance du 30 janvier 2009⁽³⁾ modifie ainsi les articles L. 225-209 à L. 225-211 du code de commerce afin, d'une part, d'assouplir les conditions de mise en œuvre des contrats de liquidité et, d'autre part, de simplifier et d'améliorer les obligations de publicité en la matière.

Pour la mise en œuvre des contrats de liquidité, le nouveau texte met fin à l'obligation de mise au nominatif des titres rachetés dans le cadre d'un contrat de liquidité et prévoit la prise en compte du seul solde net des achats réalisés pour le calcul du plafond de 10% en flux. Ainsi, lorsque les actions sont rachetées pour favoriser la liquidité, le nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la limite de 10% du capital correspond au nombre d'actions achetées, déduction faite du nombre d'actions revendues pendant la durée de l'autorisation.

Quant à l'amélioration de la cohérence de l'information sur les rachats d'actions, l'ordonnance prévoit deux séries de mesures. En premier lieu, elle met fin à l'obligation pour la société d'établir un rapport spécial, celui-ci faisant double emploi avec les informations devant figurer dans le rapport de gestion annuel, et complète ce dernier des éléments qui sont actuellement inclus dans le seul rapport spécial, c'est-à-dire l'information sur les finalités (nombre des actions utilisées et éventuelles réallocations dont elles ont fait l'objet). En second lieu, l'ordonnance supprime l'obligation pour l'AMF de porter à la connaissance du public les déclarations mensuelles d'achat et de cession par les sociétés de leurs actions, les sociétés devant d'ores et déjà communiquer aujourd'hui une information hebdomadaire au marché par mise en ligne sur leur site internet.

3 > La modernisation du régime des déclarations de franchissement de seuil et des déclarations d'intention

Le 23 octobre 2008, l'AMF a mis en consultation publique le rapport du groupe de travail⁽⁴⁾ sur les déclarations de franchissement de seuil et les déclarations d'intention. Constitué en février 2008, ce groupe, dont la présidence a été confiée à M. Bernard Field, membre du Collège, a été chargé de formuler des propositions, y compris de nature législative, afin de remédier aux inconvénients qui résultent

(2) Document de consultation disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Consultations ».

(3) Ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuil et aux déclarations d'intentions.

(4) Rapport du groupe de travail disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Publications > Rapports de groupes de travail ».

tent du recours à certains instruments dérivés pour acquérir une influence sur une société cotée sans avoir à la révéler, ou pour procéder à une prise de contrôle rampante. Certains comportements, dont en dernier lieu les conditions de la prise de participation de Porsche dans Volkswagen, ont en effet mis ce problème en relief.

Le groupe de travail a formulé 20 recommandations relatives au renforcement de la transparence des prises de participation afin, notamment, d'appréhender les techniques sophistiquées utilisées par certains opérateurs pour prendre des positions économiques au capital des sociétés cotées comme le recours à des options ou des contrats financiers avec paiement d'un différentiel (*contracts for difference*, CFD). En revanche, le groupe a considéré que les titres hybrides dont le sous-jacent n'est pas encore émis (OCA, OCEANE, BSA, etc.) ne devraient pas être pris en compte dans le calcul de seuil de détention mais faire l'objet, comme actuellement, d'une information séparée.

Les déclarations d'intention demeurent un outil pertinent de détection des prises de contrôle qu'il est souhaitable d'améliorer. Ainsi, l'élaboration d'un formulaire proche du *Schedule 13D* américain devrait permettre de résoudre partiellement les difficultés rencontrées dans la pratique qui tiennent au caractère peu explicite des déclarations.

La modification de l'assiette de calcul des seuils donnant lieu à déclaration a également conduit le groupe à s'interroger sur les modalités de calcul et le niveau du seuil de déclenchement de l'offre obligatoire pour le rendre cohérent avec la configuration des assemblées générales des sociétés cotées, sans qu'un consensus puisse être obtenu sur chacun de ces points.

Prise sur le fondement de la LME, l'ordonnance du 30 janvier 2009⁽⁵⁾ a retenu une partie des recommandations, de niveau législatif, préconisées par le groupe de travail de l'AMF. Les instruments dérivés feront l'objet d'un traitement différencié selon qu'ils confèrent ou non à leur titulaire le droit inconditionnel d'acquérir des actions. Dans le premier cas, ils seront assimilés aux actions détenues en propres, dans le second, ils feront l'objet d'une simple mention informative dans la déclaration de franchissement de seuil. Enfin, le régime des déclarations d'intention est adapté conformément aux préconisations du rapport.

4 > La libéralisation du régime des actions de préférence

Instituées en 2004⁽⁶⁾, les actions de préférence n'ont pas rencontré le succès attendu. En effet, il semblerait que le maintien d'un droit préférentiel de souscription attaché à ces actions et la faculté pour les porteurs d'exiger le rachat de leurs actions lorsque celles-ci ne sont plus liquides s'avèrent incompatibles avec le classement des actions de préférence en fonds propres réglementaires dans les institutions financières.

Pour y remédier, deux séries de modifications ont été apportées au régime des actions de préférence.

Tout d'abord, la LME a privé les actions de préférence de droit préférentiel de souscription dès lors qu'elles ne sont pas assorties d'un droit de vote. L'ordonnance du 6 novembre 2008⁽⁷⁾, prise sur le fondement de l'habilitation contenue dans la LME, a précisé, s'agissant de la suppression du droit préférentiel de souscription, que la condition tenant à l'absence de droit de vote s'appréciait « à l'émission » des actions de préférence, afin de prendre en compte l'hypothèse dans laquelle, postérieurement à l'émission, l'action retrouvait un droit de vote. L'ordonnance a par ailleurs supprimé la possibilité, pour les sociétés cotées sur un marché réglementé, de prévoir le rachat des actions de préférence pour des raisons d'illiquidité des titres : c'est le régime prévu à l'article L. 228-12 du code du commerce qui s'appliquera donc désormais.

(5) Ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuil et aux déclarations d'intentions.

(6) Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 sur les valeurs mobilières.

(7) Ordonnance n° 2008-1145 relative aux actions de préférence.

5 > La réforme du droit du titre

Afin d'améliorer la lisibilité du droit français, notamment pour les investisseurs étrangers, l'ordonnance du 8 janvier 2009⁽⁸⁾ réorganise la nomenclature des instruments financiers, en divisant cette catégorie en deux sous-catégories : les titres financiers et les contrats financiers. Les titres financiers regroupent les titres de capital et les titres de créance, ainsi que les parts d'organismes de placement collectif (OPC). Les contrats financiers correspondent exactement aux instruments financiers à terme.

B – La recommandation de l'AMF relative à l'information à donner dans les documents de référence sur les rémunérations des mandataires sociaux

A la suite de la publication, le 6 octobre 2008, des recommandations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé adoptées par le MEDEF et l'AFEP, le Conseil des ministres du 7 octobre 2008 a précisé, dans un communiqué, son souhait que les conseils d'administration des entreprises concernées adhèrent formellement à ces recommandations avant la fin de l'année 2008 et veillent à leur application rigoureuse.

Le 13 janvier 2009, l'AMF a publié un premier bilan des communiqués diffusés par les sociétés cotées concernant les recommandations AFEP-MEDEF sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux. Une importante mobilisation des sociétés cotées a été observée, puisqu'au 7 janvier 2009, il est apparu que 94% des plus fortes capitalisations françaises de la Bourse de Paris avaient adhéré à ce code⁽⁹⁾.

Par ailleurs, l'AMF a publié, le 22 décembre 2008, une recommandation⁽¹⁰⁾ réalisant une synthèse des informations à fournir dans le document de référence au regard des différents textes existants. En effet, les obligations des sociétés cotées en matière d'information sur les rémunérations et les avantages des mandataires sociaux résultent de sources législatives et réglementaires, françaises et européennes.

1 > Les mandataires sociaux visés par la recommandation de l'AMF

La recommandation de l'AMF vise l'ensemble des mandataires sociaux (gérant, président du conseil d'administration, directeur général et directeurs généraux délégués, administrateurs et membres du directoire et du conseil de surveillance). Néanmoins, s'agissant des dispositions issues des recommandations AFEP-MEDEF relatives au non-cumul du mandat social avec un contrat de travail, seuls sont concernés le président du conseil d'administration, le président-directeur général et le directeur général dans les sociétés à conseil d'administration, le président du directoire et le directeur général unique dans les sociétés à directoire et à conseil de surveillance et le gérant dans les sociétés en commandite par actions.

2 > Les informations à inclure dans le document de référence

La recommandation de l'AMF reprend en particulier les tableaux élaborés par les associations professionnelles. Les sociétés détaillent dans le cadre de ces tableaux les éléments constitutifs de la rémunération des mandataires sociaux visés par la recommandation au titre de l'exercice concerné et de l'exercice précédent.

(8) Ordonnance n° 2009-15 relative aux instruments financiers.

(9) Cf. communiqué de presse de l'AMF du 13 janvier 2009. Bilan des communiqués publiés par les sociétés cotées concernant les recommandations AFEP-MEDEF sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux, disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Communiqués ».

(10) Recommandation publiée dans la Revue mensuelle de l'AMF de janvier 2009, n° 54. Cette recommandation annule et remplace l'interprétation relative aux rémunérations des mandataires sociaux et programmes d'options publiée par l'AMF le 27 janvier 2006, dans le cadre du guide d'élaboration des documents de référence. Elle prend effet pour les documents de référence 2008 publiés en 2009.

Par ailleurs, dans le document de référence, les émetteurs précisent leur politique vis-à-vis des recommandations AFEP-MEDEF d'octobre 2008 et présentent la décision adoptée par leur conseil d'administration ou de surveillance vis-à-vis de ces recommandations. S'ils n'appliquent pas une partie des recommandations, les émetteurs expliquent les raisons qui motivent cette décision selon le principe « appliquer ou expliquer » (*comply or explain*)⁽¹¹⁾.

C – La consultation publique sur l'assouplissement de certaines règles d'introduction en bourse

L'AMF propose un certain nombre d'aménagements soumis à consultation publique afin d'assouplir certaines règles d'admission sur le marché réglementé dans le cadre d'une introduction.

1 > L'allocation des demandes des investisseurs personnes physiques

Depuis plusieurs années, le régulateur français s'assure que 10% du placement sont réservés aux investisseurs particuliers lors des introductions en bourse. L'objet de cette mesure est de garantir un accès des particuliers au marché primaire.

L'article 315-35 du règlement général prévoit une présomption de traitement équitable des personnes physiques lorsqu'une procédure centralisée par l'entreprise de marché est mise en place. En d'autres termes, tout autre traitement reste envisageable dès lors qu'il est justifié. C'est pourquoi les modifications apportées à l'article 315-35 du règlement général visent à supprimer l'ajout relatif au traitement des cas particuliers dans le corps du règlement général. Ainsi, lorsqu'une procédure de placement conçue à l'intention des investisseurs institutionnels coexiste avec une ou plusieurs procédures conçues à l'intention des investisseurs particuliers, il est proposé que le prestataire chef de file prévoit un mécanisme de transfert susceptible d'assurer un traitement équitable entre les investisseurs institutionnels et les investisseurs particuliers dont le mécanisme et ses conditions de mise en œuvre sont décrits dans le prospectus soumis au visa préalable de l'AMF.

2 > L'encadrement du prix dans une fourchette de 15%

L'AMF subordonne le caractère irrévocable des ordres de souscription à un encadrement du prix lorsque l'opération consiste en une offre à prix inconnu⁽¹²⁾. Plus spécifiquement, le prix est encadré dans une fourchette impérative de + ou - 7,5% autour d'un cours pivot.

Cette règle soulève certaines difficultés d'application. En effet, en pratique, l'appréciation de la juste valeur des titres d'une société dont les titres ne sont pas encore admis aux négociations sur un marché réglementé peut s'avérer délicate, soit en raison du secteur d'activité ou du modèle économique, soit en raison d'une forte volatilité du marché. Enfin, au plan juridique, cette pratique française ne résulte pas des textes européens⁽¹³⁾ ni de leur transposition dans le règlement général de l'AMF⁽¹⁴⁾.

(11) Introduit dans le code de commerce par la loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire.

(12) La COB avait lancé une consultation publique auprès d'intermédiaires financiers, de commissaires aux comptes, d'avocats et d'associations professionnelles. L'objet de cette consultation portait sur une réforme de la pratique du contrôle des opérations financières et de la délivrance du visa à la lumière des pratiques des régulateurs étrangers et des besoins de la Place pour ses développements futurs. Cf. Bulletin mensuel de la COB de juillet-août 2002, n° 370.

(13) La directive Prospectus prévoit que lorsque le prix définitif de l'offre et le nombre définitif des valeurs mobilières offertes au public ne peuvent être inclus dans le prospectus, les Etats membres doivent veiller à ce que (i) les critères de détermination sur la base desquels ces éléments seront déterminés ou (ii) le prix maximum de l'offre soient obligatoirement communiqués dans le prospectus.

Le règlement européen Prospectus précise que la note relative aux valeurs mobilières doit inclure au minimum lorsqu'il s'agit d'actions les informations suivantes relatives à la fixation du prix :

> le prix auquel les valeurs mobilières sont offertes ou

> la méthode de fixation du prix de l'offre, s'il n'existe pas de marché établi et/ou liquide pour les valeurs mobilières.

(14) L'article 212-17 du règlement général de l'AMF exige uniquement l'indication du prix maximum de l'opération.

Pour l'ensemble de ces raisons, l'AMF propose les aménagements suivants :

- > le maintien de l'affichage d'une fourchette de prix dans la mesure où l'indication d'une telle fourchette ressort d'une pratique de marché en France comme dans le reste de l'Europe ;
- > l'élargissement de la taille de la fourchette maximale à + ou - 10%, taille proche des pratiques observées sur les autres places. L'élargissement de la fourchette permettrait de maintenir une information adéquate des investisseurs tout en donnant une plus grande marge de manœuvre aux PSI chargés du placement ;
- > la possibilité pour l'émetteur de choisir une fourchette dont la limite basse serait indicative ou impérative. Dans le cas d'une fourchette indicative, l'émetteur pourrait donc, sans visa complémentaire, fixer un prix définitif en dessous de la fourchette, les ordres n'étant pas révocables. Toutefois, un visa complémentaire resterait requis si le nouveau prix avait un impact significatif sur les autres caractéristiques de l'opération ou sur la situation financière de l'émetteur.

D – La transposition de la directive sur les fusions transfrontalières

La loi du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire ainsi que le décret du 5 janvier 2009 transposent, en droit français, la directive relative aux fusions transfrontalières de sociétés de capitaux⁽¹⁵⁾.

Une section spéciale du code de commerce est dorénavant consacrée aux fusions transfrontalières auxquelles peuvent participer les sociétés anonymes, les sociétés en commandite par actions, les sociétés européennes immatriculées en France et les SARL. Une telle opération doit être réalisée avec une ou plusieurs sociétés de capitaux, deux d'entre elles au moins relevant de la législation d'Etats membres différents.

Si l'une des sociétés participant à la fusion transfrontalière est soumise à une législation nationale qui le permet, le traité de fusion peut prévoir le versement en espèces d'une soulte supérieure à 10% de la valeur nominale ou, à défaut, du pair comptable des titres, parts ou actions attribuées, par dérogation à l'article L. 236-1 du code de commerce qui interdit de dépasser le pourcentage de 10% de la valeur nominale des parts ou actions attribuées.

2 – La publication et la diffusion de points de doctrine en 2008 (hors offres publiques d'acquisition)

A – L'attribution gratuite de BSA : traitement de l'autocontrôle

En dépit des modifications apportées par l'ordonnance du 30 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières en vue de faciliter la réalisation des augmentations de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription (DPS), les émetteurs ont continué à recourir à la réalisation d'augmentations de capital par voie d'attribution gratuite de bons de souscription d'actions (BSA) comme substitut au DPS. Le recours au BSA présente en effet certains avantages, notamment un délai de réalisation plus court et la faculté de recycler les BSA permettant une réalisation de l'émission à 100%. Dans ce contexte, et au vu de pratiques hétérogènes, l'AMF a publié une position⁽¹⁶⁾ en décembre 2007 afin d'homogénéiser les pratiques d'augmentation de capital, que le vecteur utilisé soit un DPS ou un BSA remplissant la même fonction.

L'AMF a ainsi précisé que les augmentations de capital par attribution gratuite de BSA obéissent à des règles similaires à celles qui régissent les opérations avec DPS en termes de prix d'émission (prix d'exercice librement fixé), de délai de souscription (cinq jours de négociation), de condition de succès

(15) Directive 2005/56/CE du 26 octobre 2005.

(16) Position publiée dans la Revue mensuelle de l'AMF de décembre 2007, n° 42 : « Conditions de réalisation des augmentations de capital par voie d'attribution de BSA, succédanés du DPS ».

(au minimum 75% du montant de l'augmentation de capital décidée), de garantie (sauf exception, au choix de l'émetteur dès lors qu'une information explicite et adéquate est contenue dans le prospectus). L'application de ces règles aux augmentations de capital réalisées par attribution de BSA a été possible dans la mesure où aucun régime distinct n'est prévu pour les BSA.

En revanche, les règles spécifiques applicables respectivement aux BSA et aux DPS demeurent en vigueur. En particulier, le traitement de l'autocontrôle est différent selon le mode d'augmentation de capital. En effet, en application de l'article L. 225-210 du code de commerce, en cas d'augmentation de capital avec DPS, l'émetteur peut choisir entre :

- > ne pas attribuer de DPS aux actions d'autocontrôle et répartir sur les autres actions les droits attachés aux actions d'autocontrôle, ou
- > vendre les DPS attachés aux actions d'autocontrôle.

Lorsque l'augmentation de capital est réalisée par voie d'émission de BSA, en l'absence de disposition spécifique, les BSA attachés aux actions d'autocontrôle constituent une créance de l'émetteur sur lui-même et doivent par conséquent être annulés en application de l'article L. 225-149-2 du code de commerce.

En tout état de cause, le traitement de l'autocontrôle doit être décrit dans le prospectus.

B – La description des opérations de stabilisation dans les opérations d'augmentation de capital avec DPS

Dans le cadre d'une augmentation de capital réalisée avec maintien du DPS, les interventions sur le marché des actions réalisées par le gestionnaire de la stabilisation⁽¹⁷⁾ peuvent ne pas constituer des opérations de stabilisation au sens du règlement européen Abus de marché⁽¹⁸⁾ dans la mesure où ces interventions peuvent se faire à un prix supérieur au prix de souscription. De plus, le gestionnaire peut être amené à procéder à des cessions d'actions. Bien que ces opérations ne puissent bénéficier de la présomption de légitimité prévue par la directive Abus de marché, elles doivent être réalisées dans le respect de l'intégrité du marché et conformément à cette directive et aux articles 631-7 à 631-10 du règlement général de l'AMF.

Quant aux interventions sur le marché des DPS, elles doivent être effectuées dans le respect de l'intégrité et du bon fonctionnement du marché, notamment en vue d'en assurer la liquidité et de préserver l'égalité de l'accès au marché des DPS de tous les porteurs.

En conséquence, les opérations d'achat et de ventes réalisées par les intermédiaires financiers sur les actions et les DPS doivent être très clairement décrites dans le prospectus.

C – Les opérations d'émission d'OBSAR suivie d'une cession de BSAR au profit des salariés et/ou des mandataires sociaux – Modification des caractéristiques des BSA

Plusieurs opérations d'émission d'obligations à bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR) ont été réalisées en 2008. Ces opérations avaient pour objectifs de permettre aux émetteurs de se financer à des conditions attractives et de réserver les BSAR à des bénéficiaires dénommés ou à des catégories de personnes (mandataires sociaux ou salariés). Ces émissions ont été réalisées soit dans le cadre d'une émission réservée, soit avec maintien du DPS.

Dans le premier cas, l'AMF a rappelé les règles à respecter en matière d'autorisation, afin que ces opérations soient réalisées dans un cadre juridique en adéquation avec leur finalité et respectent les règles de vote des émissions réservées fixées par le législateur.

(17) Le plus souvent, les établissements financiers désignés dans le cadre de l'opération visée ou tout établissement agissant pour leur compte.

(18) Règlement (CE) n° 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers.

A ce titre, il convient que la société propose au vote de son assemblée générale :

- > une résolution d'émission d'OBSAR, précisant que :
 - les BSAR issus de cette émission sont réservés *ab initio* à des bénéficiaires autres que le souscripteur des OBSAR (mandataires sociaux, salariés, actionnaires),
 - l'attribution des BSAR aux bénéficiaires actionnaires sera suspendue à l'adoption d'une résolution distincte pour laquelle ces bénéficiaires ne prennent pas part au vote ;
- > une résolution distincte pour l'attribution des BSAR aux bénéficiaires actionnaires, ces derniers ne prenant pas part au vote.

Dans le cas d'une émission réservée avec maintien du DPS, l'AMF a précisé les modalités à mettre en œuvre pour préserver l'égalité entre les actionnaires de la société émettrice :

- > un mécanisme permettant à tous les actionnaires d'avoir accès aux BSAR seuls, démembrés de l'obligation, doit être mis en place ;
- > la proposition d'une quotité raisonnable de DPS (nombre minimal de DPS pour souscrire un ou plusieurs BSAR) permettant, en pratique, à l'ensemble des actionnaires minoritaires de la société émettrice de pouvoir accéder effectivement aux BSAR.

L'AMF recommande en outre que toute modification du contrat d'émission susceptible d'avoir un impact sur la valorisation des BSA soit soumise, sous la forme d'une résolution spécifique, à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires statuant sur présentation d'un nouveau rapport d'expert sur les conséquences de cette modification et, notamment, sur le montant de l'avantage en résultant pour les porteurs.

D – Les opérations de recapitalisation d'entreprises en difficulté

En 2008, l'AMF a visé différentes opérations de recapitalisation d'entreprises en difficulté, pour lesquelles les principes suivants ont été mis en œuvre⁽¹⁹⁾.

Principes généraux

Conformément au principe d'égalité entre actionnaires, l'AMF veille à ce que les opérations de recapitalisation des sociétés ouvertes à certains actionnaires le soient également à tous les autres actionnaires dans des conditions identiques. Dans la mesure du possible, il s'agit d'éviter que seuls certains actionnaires dirigeants ou certains actionnaires institutionnels significatifs puissent bénéficier de facultés de relation, du fait de leur participation aux négociations, soit avec un nouvel investisseur entrant au capital à l'occasion de la recapitalisation, soit avec les créanciers dans le cadre d'une opération de rééquilibrage des ressources sans nouvel investisseur entrant.

Le financement exclusif par un nouvel investisseur entraînant une dilution du prix

Lorsque les opérations de recapitalisation sont exclusivement financées par un nouvel investisseur, et dès lors que ces opérations entraînent une dilution en prix⁽²⁰⁾, l'AMF demande :

- > la mise en place d'une faculté, pour les actionnaires anciens, de participer à l'opération leur permettant de ne pas être dilués ou, à défaut ;
- > l'avis d'un expert indépendant sur le caractère équitable de l'opération quand la capacité d'accès du public est inexistante ou réduite. Cet avis doit être particulièrement motivé en ce qui concerne les circonstances de l'opération et comporter une analyse de la recherche et de la mise en concurrence de solutions alternatives de refinancement, un examen de la situation financière actuelle de la société et de ses perspectives, un examen du traitement en équité de l'ensemble des acteurs.

(19) Ces derniers résultent, notamment, du Rapport annuel 2003 de la COB à la suite des travaux d'un groupe de travail de professionnels, et de l'évolution du règlement général de l'AMF en matière d'expertise indépendante.

(20) Prix de souscription décoté par rapport au cours de bourse, ou cours de bourse sans signification du fait de l'illiquidité du marché du titre ou du niveau très faible du cours.

Pour apprécier la nécessité d'avoir recours à un expert indépendant, l'AMF prend également en compte les conditions de vote, en assemblée générale, des résolutions proposées.

L'émission de BSA gratuits ou de faible valeur

Afin de respecter le principe d'égalité entre souscripteurs lorsque des bons de souscription d'actions (BSA) gratuits ou ayant une valeur faible sont émis, l'AMF s'assure de l'extension de l'attribution de ces bons à tous les actionnaires. Elle a cependant admis que l'émission de BSA gratuits soit réservée à certains souscripteurs dans le cas où l'attribution réservée au nouvel actionnaire pouvait l'inciter à participer à la recapitalisation, ou encore lorsque l'attribution était réservée aux dirigeants actionnaires, dans la mesure où l'opération induisait un niveau de dilution limité des minoritaires et sous condition de la participation significative du dirigeant actionnaire à la recapitalisation immédiate.

Dans ces deux cas, afin de préserver la bonne information des actionnaires lors du vote sollicité en assemblée générale, l'avis d'un expert indépendant a systématiquement été demandé sur l'équité de l'opération. Enfin, pour éviter un détournement des règles d'émission et pour la protection du public, l'AMF a appliqué le seuil de réussite minimal de 75% prévu à l'article L. 225-134 du code de commerce pour les opérations d'émission d'actions simples, aux émissions comportant des BSA de courte durée équivalents à des droits préférentiels de souscription, et ce par le biais d'engagements de souscription d'actionnaires, de nouveaux entrants ou de banques.

L'augmentation de capital avec décote entraînant un changement de contrôle

Conformément à l'article 261-2 du règlement général de l'AMF, l'émetteur doit désigner un expert indépendant en cas d'augmentation de capital réservée avec une décote par rapport au cours de bourse supérieure à la décote maximale autorisée en cas d'augmentation de capital sans DPS conférant à un actionnaire le contrôle de la société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.

La présentation d'un prospectus visé préalablement à la tenue de l'assemblée générale

Afin de garantir l'information des actionnaires, l'AMF demande que le prospectus soit visé préalablement à la tenue de l'assemblée générale qui vote une augmentation de capital réservée.

En outre, afin de rétablir le principe d'égalité d'accès à l'information, l'AMF a demandé que toute information confidentielle transmise sous couvert d'un accord de confidentialité entre l'investisseur futur et la société soit mentionnée dans le prospectus. En particulier, le prospectus doit comporter une mention attestant que l'information qu'il contient rétablit en tous points significatifs l'égalité d'accès à l'information entre les investisseurs sollicités et le public.

L'information donnée au marché par les entreprises en difficulté financière

Les obligations d'information permanente du marché par les sociétés cotées ne sont pas suspendues par l'ouverture des procédures prévues par la loi n° 2005-845 du 25 juillet 2005 de sauvegarde des entreprises. Aussi, les sociétés cotées doivent-elles continuer à informer le marché de l'évolution de leur situation financière dans les conditions prévues par le règlement général de l'AMF et, notamment, ses articles 223-1 et 223-2.

Si des informations sur la situation financière ne sont pas diffusées pour ne pas porter atteinte aux intérêts légitimes de la société, celle-ci doit impérativement être en mesure d'en assurer la confidentialité jusqu'à leur publication.

1

2

3

4

5

6

7

8

3 – L'évolution de l'activité en 2008 (hors offres publiques d'acquisition)

A – Les opérations financières en 2008

Le nombre de visas délivrés par l'AMF en 2008 a très fortement diminué par rapport à 2007, avec 291 visas délivrés en 2008 contre 446 l'année précédente.

Plus particulièrement, le nombre de visas sur les opérations financières est en diminution de 39% par rapport à l'année précédente, passant de 321 en 2007 à 195 en 2008. Cette baisse s'explique essentiellement par la diminution du nombre d'introductions en bourse (11 en 2008 contre 38 en 2007) et de visas délivrés pour l'admission des titres de créance ou de capital (36 en 2008 contre 63 en 2007). Elle est quelque peu compensée par l'augmentation du nombre des prospectus établis par les sociétés étrangères dans le cadre d'opérations réservées aux salariés.

1 > Le bilan des visas d'introduction et des radiations

a) Le bilan des visas d'introduction

Visas délivrés sur introductions

	2007	2008
Compartiment A	3	1
Compartiment B	5	0
Compartiment C	5	2
Compartiment professionnel	-	1
Compartiment valeurs étrangères	-	1
Euronext	13	5
Alternext Paris	25*	6

Source : AMF

* Dont une société étrangère : Antevernio.

L'AMF a délivré 11 visas d'introduction en 2008 dont 5 visas pour des admissions aux négociations sur Euronext et 6 sur Alternext.

Ces introductions ont permis de lever au total 63 millions d'euros. Sur Euronext, 5 sociétés ont fait l'objet d'une cotation directe, sans visa délivré par l'AMF. Il s'agit notamment des sociétés Anheuser Busch (compartiment professionnel), Cofinimmo, Ascencio SCA, Befimmo SCA et Thernergo. Ces 5 admissions ont été réalisées en dispense de prospectus sur la base d'un résumé dans la mesure où les titres de ces sociétés étaient déjà admis aux négociations sur un autre marché réglementé depuis plus de 18 mois⁽²¹⁾.

S'agissant d'Alternext Paris, en 2008, 6 sociétés ont choisi de s'inscrire par la voie du placement privé, hors offre au public (China Corn Oil, Huacheng Real Estate, Proventec, CNPV, Oragenics et Toolux Sanding).

(21) Article 212-5 8° du règlement général de l'AMF.

b) Le bilan des radiations

Marché – compartiment de radiation

Radiations	2007 Sociétés	2008 Sociétés
Compartiment A	6	6*
Compartiment B	10	10**
Compartiment C	18	20***
Compartiment professionnel	0	1
Compartiment spécial	1	0
Compartiment valeurs étrangères	10	6
Euronext	45	43
Alternext	2	2****

Source : AMF

* Dont une société étrangère : Euronext NV.

** Dont une société étrangère : Trader Classified Media.

*** Dont une société étrangère : Astra.

**** Dont une société étrangère : Thenergo.

Procédures de radiations

Radiations à la suite de	2007	2008
Offres publiques de retrait/OPRO/Retraits obligatoires	7	9
Retraits obligatoires après offres publiques	10	20
Procédure ordonnée de retrait	7	2
Fusions-absorptions	14	4
Liquidations judiciaires/ cessions d'actifs/ dissolution	7	7
Transfert de marché	0	1
Offres publiques hors OPRO	2	2
Total	47	45

Source : AMF

Une augmentation significative des radiations à la suite de retraits obligatoires a été constatée en 2008. A l'inverse, le nombre de radiations à l'issue d'une opération de fusion-absorption diminue très nettement.

De manière générale, le nombre de radiations en 2008 est quasiment équivalent au nombre de radiations constatées en 2007.

Sur Alternext, deux sociétés ont été radiées, dont une société étrangère (Thenergo).

2 > Les autres opérations financières

a) Les visas relatifs aux émissions, cessions, admissions de titres de capital ou donnant accès au capital

Le nombre d'émissions sur les marchés réglementés est en forte baisse avec 36 visas en 2008 contre 63 en 2007.

1

2

3

4

5

6

7

8

	2007	2008
Emissions et admissions sur un marché réglementé	63	36
Avec maintien du droit préférentiel de souscription	35	11
Actions	26	7
ABSA ⁽²²⁾	4	1
ABOASA ⁽²³⁾	0	0
OBSAR ⁽²⁴⁾	4	3
OSRA ⁽²⁵⁾	0	0
ORA ⁽²⁶⁾	1	0
OCA ⁽²⁷⁾	0	0
Avec suppression du droit préférentiel de souscription	28	25
Actions	12	13
ABSA	0	2
ABOASA	0	0
BSA ⁽²⁸⁾	0	0
CCI ⁽²⁹⁾	0	0
OCEANE ⁽³⁰⁾	7	2
OCA	0	0
OBSAR ⁽³¹⁾	4	7
ORA	2	0
ORNANE ⁽³²⁾	1	0
OSCEANE ⁽³³⁾	1	0
ORANE ⁽³⁴⁾	1	1

Source : AMF

Le nombre d'émissions sur les marchés réglementés est passé de 63 en 2007 à 36 en 2008. Le nombre d'émissions réalisées avec maintien du droit préférentiel baisse significativement alors que les émissions réalisées avec suppression du droit préférentiel diminuent très légèrement.

A contrario, le nombre d'OBSAR est en hausse avec 7 opérations en 2008 contre 4 en 2007.

Hors marchés réglementés, en 2008, le nombre d'émissions par appel public à l'épargne a diminué par rapport à 2007 (17 visas contre 26), tout comme les cessions par appel public à l'épargne (un visa contre deux en 2007).

b) Les visas relatifs aux émissions, cessions, admissions de titres de créance

Le nombre de visas relatifs à des titres de créance est passé de 83 en 2007 à 57 en 2008, soit une baisse de 33%. Cette diminution s'explique par la baisse des visas d'admission de titres.

(22) ABSA : action à bon de souscription d'actions.

(23) ABOASA : action assortie de bon à option d'acquisition d'actions existantes et/ou de souscription d'actions nouvelles.

(24) OBSAR : obligation à bon de souscription d'actions avec faculté de rachat des bons.

(25) OSRA : obligation subordonnée remboursable en actions.

(26) ORA : obligation remboursable en actions.

(27) OCA : obligation convertible en actions.

(28) BSA : bon de souscription d'actions.

(29) CCI : certificat coopératif d'investissement.

(30) OCEANE : obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes.

(31) OBSAR : obligation à bon de souscription d'action remboursable.

(32) ORNANE : obligation à option de remboursement en numéraire et en actions nouvelles ou existantes.

(33) OSCEANE : obligation subordonnée à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes.

(34) ORANE : obligation remboursable en actions nouvelles ou existantes.

3 > Les documents de référence et documents de base d'introduction

	2007	2008
Documents de référence	368	367
> en contrôle « <i>a posteriori</i> » déposés	268	272
> en contrôle « <i>a priori</i> » enregistrés	100	95
Actualisations et rectifications de documents de référence	103	74
> Rectifications de documents de référence	8	3
> Actualisations de documents de référence	95	71
Documents de base d'introduction	29	5

Source : AMF

Les documents de référence déposés et contrôlés *a posteriori* sont largement majoritaires, soit 272 au 31 décembre 2008 contre 268 à la même date en 2007. Par ailleurs, en 2008, l'AMF a enregistré 95 documents de référence selon la procédure de contrôle *a priori*.

4 > Les passeports européens

En application de la directive Prospectus, un prospectus visé par une autorité compétente d'un Etat membre en vue d'une opération par appel public à l'épargne est utilisable dans tous les autres Etats membres. Ce mécanisme de passeport requiert simplement que l'autorité compétente ayant approuvé le prospectus notifie à l'autorité compétente de l'Etat membre d'accueil, dans lequel les titres vont être offerts au public ou l'admission des titres va être demandée, un certificat d'approbation lui assurant que le prospectus a été établi et approuvé conformément à la directive. Cette notification se fait entre régulateurs selon une procédure définie par le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR). Elle est accompagnée d'une traduction du prospectus dans une langue usuelle en matière financière et d'une traduction du résumé ou de l'intégralité du prospectus, au choix de l'émetteur, dans une langue acceptée par l'Etat membre d'accueil.

Passeports *in* notifiés à l'AMF par une autorité compétente étrangère

	2007	2008
Prospectus	133	132 (dont 9 issus d'émetteurs français)
Suppléments	232	462
> dont suppléments sur prospectus 2008	106	259
> dont suppléments sur prospectus 2007	4	203
Total	365	594

Source : AMF

1

2

3

4

5

6

7

8

Passeports *out* notifiés à une autorité compétente étrangère par l'AMF

	2007	2008
Prospectus	40	42
Suppléments	24	40
> dont suppléments sur prospectus 2008	6	21
> dont suppléments sur prospectus 2007	0	19
Total	64	82

Source : AMF

Le nombre de passeports reçus par l'AMF est en très forte augmentation sur l'exercice 2008. Cette évolution traduit une tendance de fond qui voit les émetteurs de titres de créance, warrants et certificats, faire viser leur prospectus dans un Etat membre de l'Espace économique européen puis utiliser la procédure de passeport pour offrir ces titres en France ou demander leur admission sur Euronext Paris⁽³⁵⁾.

5 > Le fichier des investisseurs qualifiés

Un émetteur peut réserver une opération d'émission ou de cession d'instruments financiers à des investisseurs qualifiés. Dans ce cas, il est dispensé d'établir un prospectus.

Peuvent souscrire à des opérations ainsi réservées les investisseurs qualifiés de droit et les investisseurs qualifiés sur option, inscrits dans le fichier tenu par l'AMF, conformément à la directive Prospectus.

En 2008, 327 personnes, dont 17 personnes morales et 310 personnes physiques, ont demandé leur inscription dans le fichier des investisseurs qualifiés contre 196 personnes en 2007, dont 32 personnes morales et 164 personnes physiques. Le nombre d'investisseurs qualifiés personnes physiques a augmenté très significativement sous l'effet du dispositif de réduction d'ISF prévu par la loi TEPA⁽³⁶⁾ adoptée à l'été 2007 pour encourager l'investissement dans les PME non cotées. En effet, seuls les redevables disposant de la qualité d'investisseur qualifié peuvent souscrire directement des parts dans un *holding* ISF leur offrant une réduction fiscale.

B – Les caractéristiques notables de certaines opérations financières en 2008

1 > Les premières admissions sur le compartiment professionnel : Anheuser Busch et Vale

En décembre 2007, le règlement général de l'AMF⁽³⁷⁾ a été modifié afin de permettre la mise en place, sur Euronext Paris, d'un compartiment destiné à l'admission de titres d'une société par cotation directe ou à la suite d'un placement privé.

En 2008, les deux premières admissions sur ce compartiment professionnel ont eu lieu :

- > le 28 avril, les actions de la société Anheuser Busch, brasseur américain, ont été admises aux négociations sur le compartiment professionnel. Cette admission a été réalisée en dispense de prospectus sur la base d'un résumé en anglais, la société étant cotée depuis plus de 18 mois à la Bourse de Londres ;
- > le 18 juillet, la société Vale (ex-Companhia Vale do Rio Doce) a été introduite sur le compartiment professionnel d'Euronext Paris *via* l'admission aux négociations d'ADS (*American Depositary*

(35) Les émetteurs de titres autres que de capital, de montant nominal égal ou supérieur à 1 000 euros, peuvent choisir l'autorité compétente pour l'approbation du prospectus parmi les autorités des Etats membres où les titres sont offerts ou leur admission est demandée.

(36) Loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat.

(37) Homologué par arrêté du 7 décembre 2007 publié au Journal officiel du 19 décembre 2007.

Shares). La société Vale est également cotée sur les Bourses de São Paulo et de New York, ainsi que sur le marché Latibex à Madrid. L'admission des ADS a été réalisée sur la base d'un prospectus visé par l'AMF et établi à partir des standards américains.

2 > La fusion entre Gaz de France et Suez

Le 16 juillet 2008, les actionnaires des sociétés Gaz de France et Suez se sont réunis en assemblée générale extraordinaire et ont approuvé la fusion des deux sociétés. Préalablement à ces assemblées, l'AMF avait délivré le 13 juin 2008 un visa sur le prospectus établi en vue de l'admission des actions GDF Suez résultant de la fusion par absorption de Suez par Gaz de France et sur le prospectus en vue de l'admission des actions Suez Environnement Company.

A la demande de Gaz de France et de Suez, le document de fusion a pris la forme d'un prospectus visé par l'AMF qui a pu être « passeport » en Belgique et au Luxembourg où GDF SUEZ est également cotée.

Le conseil d'administration de Suez a décidé de faire volontairement appel à un expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable de la parité de fusion proposée aux actionnaires de Suez⁽³⁸⁾.

Le rapport d'expertise indépendante a conclu au caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Suez et a été présenté dans son intégralité dans le prospectus visé par l'AMF.

Cette fusion a donné naissance à un émetteur, d'une capitalisation boursière de plus de 70 milliards d'euros. L'Etat français, actionnaire majoritaire de Gaz de France, est devenu le principal actionnaire avec 35,7% du capital et des droits de vote du nouveau groupe⁽³⁹⁾. Il dispose d'une action spécifique qui lui confère le droit de s'opposer à certaines décisions de GDF Suez. Cette action spécifique est destinée à préserver les intérêts essentiels de la France dans le secteur de l'énergie relatifs à la continuité ou la sécurité d'approvisionnement en énergie.

3 > La cotation de Suez Environnement Company

La cotation de Suez Environnement Company est intervenue le 22 juillet 2008, sur Euronext Paris et Bruxelles, après approbation par les actionnaires⁽⁴⁰⁾ de Suez et de Gaz de France.

Deux mois après son introduction en bourse, soit le 22 septembre 2008, Suez Environnement Company a rejoint les principaux indices du marché parisien dont l'indice CAC 40.

a) L'attestation des PSI

Conformément au code professionnel FBF-AFEI, lors de la première admission sur un marché réglementé de titres de capital, le ou les prestataires de services d'investissement mandatés confirment habituellement à l'AMF avoir effectué les diligences professionnelles d'usage et que ces diligences n'ont révélé dans le contenu du prospectus aucune inexactitude ni aucune omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement.

La question de l'exigibilité d'une attestation d'un prestataire de services d'investissement s'est posée en raison du rôle joué par les banques conseils dans le cadre de l'introduction des titres Suez Environnement Company. L'AMF a considéré qu'on ne pouvait juridiquement considérer qu'il y ait réellement sollicitation du public dès lors que la totalité des titres Suez Environnement Company était exclusivement destinée aux actionnaires de la société Suez. Pour autant, par leur admission sur un marché réglementé, ces titres devenaient instantanément négociables auprès de tout public. En conséquence, l'AMF a accepté une attestation adaptée compte tenu de la spécificité de l'opération.

(38) Ces diligences ont été effectuées conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF et de l'instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006.

(39) Au 31 décembre 2008, l'Etat français détenait 35,6% du capital de GDF Suez. Par ailleurs, l'Etat français détient 36,4% des droits de vote de GDF SUEZ au 31 décembre 2008 compte tenu de l'autodétention de 2,2%.

(40) Convoqués en assemblées générales le 16 juillet 2008.

b) Le pacte d'actionnaires

Un pacte d'actionnaires relatif à la société Suez Environnement Company a été conclu le 5 juin 2008 entre les sociétés Suez (dont l'ensemble des droits et obligations sont repris par GDF Suez à la suite de la fusion intervenue entre Suez et Gaz de France), Areva, Caisse des dépôts et consignations, CNP Assurances, Groupe Bruxelles Lambert, Sofina, en tant que futurs actionnaires de la société Suez Environnement Company, ainsi que Suez Environnement Company. Ce pacte prévoit notamment des dispositions relatives à la gouvernance, une concertation entre les actionnaires signataires du pacte avant toute réunion du conseil d'administration et de l'assemblée générale de Suez Environnement. Les actionnaires signataires ont déclaré expressément agir de concert vis-à-vis de Suez Environnement. Ces stipulations ont pour effet de permettre à GDF Suez de consolider Suez Environnement par intégration globale.

Par ailleurs, afin de stabiliser la participation du concert à un niveau proche de 50% du capital et des droits de vote de Suez Environnement, certains des actionnaires signataires du pacte ont souhaité renforcer leur participation par voie d'acquisition d'actions sur le marché dans les semaines suivant l'introduction en bourse de Suez Environnement. Ces acquisitions étaient susceptibles de placer le concert, qui détenait 47,16% du capital et des droits de vote lors de l'introduction, en situation d'obligation de dépôt d'une offre au sens de l'article 234-5 du règlement général de l'AMF⁽⁴¹⁾.

Conformément à l'article L. 233-11 du code de commerce, les dispositions du pacte d'actionnaires ont été portées à la connaissance du public par l'AMF qui a, dans le même temps, fait connaître qu'elle prenait acte du projet de renforcement de la participation du concert au capital de Suez Environnement Company dans le cadre des opérations *post*-introduction et qu'elle considérait que l'application des dispositions de l'article 234-5 du règlement général n'interviendrait qu'à l'issue de cette période dite de stabilisation.

Cette position pragmatique s'explique par le fait que le renforcement de la participation du concert au capital de Suez Environnement Company était porté à la connaissance du public notamment dans le cadre de la documentation relative à l'opération, devait intervenir dans le cadre des opérations d'admission à la négociation sur un marché réglementé des titres de cette société et n'avait pas pour conséquence de remettre en cause la prédominance de GDF Suez au sein du concert contrôlant la société Suez Environnement Company. Une position contraire aurait amené à exiger le dépôt d'une offre publique visant les titres d'une société qui venaient de faire l'objet d'une admission aux négociations sur un marché réglementé.

4 > L'émission de titres subordonnés remboursables en actions (TSRA) par le Groupe Eurotunnel

Dans le cadre de son introduction en bourse en mars 2007, concomitante au lancement d'une offre publique d'échange sur Eurotunnel qu'il avait initié, le Groupe Eurotunnel avait envisagé que ses actionnaires puissent ultérieurement se reluer au travers d'une augmentation de capital réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription ou délai de priorité, s'ils le souhaitaient.

Lorsque le Groupe Eurotunnel (GET SA) a émis des titres subordonnés remboursables en actions (TSRA) en février 2008, avec délai de priorité, il lui a en conséquence été demandé de calibrer son opération de façon à permettre la participation effective des actionnaires.

Ainsi, malgré les caractéristiques de cet instrument financier complexe nécessitant de la part des investisseurs une connaissance et une expérience suffisantes des marchés financiers, il a été demandé que le nominal des titres soit abaissé à 1 000 euros. En effet, le TSRA peut s'assimiler à une ORA bien qu'il ait pour caractéristique d'être remboursé avant les actions mais après désintéressement des autres créanciers. Il constitue donc un produit assimilable à une action, et pour

(41) Augmentation de plus de 2% du nombre de titres de capital ou de droits de vote détenus par le concert en moins de 12 mois consécutifs, ledit concert détenant initialement une participation comprise entre le tiers et 50%.

partie plus sécurisée que les actions. Aussi, dans la poursuite des opérations de restructuration de 2007 et des engagements pris alors d'offrir une faculté de rachat, il est apparu indispensable de ménager un réel accès aux actionnaires à l'émission de TSRA, dont la complexité apparente, alliée à un nominal élevé, aurait pu décourager une partie des actionnaires dans le cadre du délai de priorité.

5 > Les augmentations de capital avec DPS réalisées par les banques

En 2008, la Société Générale, le Crédit Agricole et Natixis ont procédé à des opérations d'augmentation de capital par émission d'actions avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS). Ces augmentations de capital ont permis de renforcer significativement les fonds propres de ces banques dans une conjoncture difficile.

Les opérations réalisées sont les suivantes :

- > en février 2008 : augmentation de capital de la Société Générale pour un montant de 5,5 milliards d'euros. La souscription des actions nouvelles a été réalisée au prix unitaire de 47,50 euros sur la base d'une action nouvelle pour quatre actions existantes. Cette émission a fait l'objet d'une garantie, qualifiée de bonne fin au sens de l'article L. 225-145 du code de commerce, contractée avec un syndicat bancaire. Aux termes du contrat de garantie, les membres du syndicat bancaire s'engageaient à faire souscrire ou, le cas échéant, à souscrire eux-mêmes, l'intégralité des actions nouvelles qui n'auraient pas été souscrites à titre irréductible ou à titre réductible à la fin de la période de souscription par exercice des droits de souscription, au prix de souscription à la date de règlement livraison ;
- > en juin 2008 : augmentation de capital du Crédit Agricole SA pour un montant de 5,9 milliards d'euros. La souscription des actions nouvelles a été réalisée au prix unitaire de 10,60 euros sur la base d'une action nouvelle pour trois actions existantes. Cette augmentation de capital n'a fait l'objet d'aucune garantie par un syndicat bancaire. Toutefois, elle a fait l'objet d'un engagement de souscription de la part de l'actionnaire majoritaire, SAS Rue La Boétie, à hauteur de 100% de son montant dans la mesure où cet actionnaire s'était engagé à souscrire à titre irréductible à l'augmentation de capital à hauteur de ses droits préférentiels de souscription et à concurrence du solde de l'émission qui ne serait pas souscrit à titre irréductible ou réductible par d'autres personnes ;
- > en septembre 2008 : augmentation de capital de Natixis pour un montant de 3,7 milliards d'euros. La souscription des actions nouvelles a été réalisée au prix unitaire de 2,25 euros sur la base de 13 actions nouvelles pour 10 actions existantes. Les actionnaires majoritaires de Natixis s'étaient engagés à souscrire à titre irréductible à l'émission à hauteur de la totalité de leurs DPS. Par ailleurs, cette émission a fait l'objet d'un contrat de garantie conclu avec un syndicat bancaire. Dans l'hypothèse d'une résiliation de cette garantie (qui ne constituait pas une garantie de bonne fin au sens de l'article L. 225-145 du code de commerce), les 30,2% de l'offre garantis par ce contrat faisaient l'objet d'un engagement de souscription subsidiaire de la part de la Banque Fédérale des Banques Populaires et de la Caisse Nationale des Caisses d'Épargne.

C – Le suivi de l'information réglementée

1 > La diffusion de l'information réglementée

Toute société faisant appel public à l'épargne s'assure de la diffusion effective et intégrale de l'information réglementée. Depuis le 20 janvier 2007, au moment de sa diffusion, l'information réglementée est déposée auprès de l'AMF et mise en ligne sur le site internet de la société.

1

2

3

4

5

6

7

8

Pour une société dont les titres sont inscrits sur Alternext ou sur le Marché libre, la mise en ligne de l'information réglementée sur son site internet vaut diffusion effective et intégrale.

S'agissant des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, la diffusion effective et intégrale de l'information s'entend comme d'une diffusion par voie électronique, permettant d'atteindre un large public au sein de l'Espace économique européen et réalisée selon des modalités garantissant la sécurité de la diffusion et de l'information. Les sociétés peuvent diffuser elles-mêmes l'information ou utiliser les services d'un diffuseur professionnel dont la liste est publiée par l'AMF.

Les sociétés utilisant les services d'un diffuseur professionnel bénéficient d'une présomption de diffusion effective et intégrale de l'information réglementée. Le diffuseur professionnel procède par ailleurs au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF pour le compte des sociétés. Afin de figurer sur la liste de l'AMF, le diffuseur, sur la base des conclusions d'un audit de son organisation et de ses systèmes d'information, atteste à l'AMF qu'il remplit les critères de diffusion définis par le règlement général. Cette attestation est renouvelée chaque année.

2 > L'archivage de l'information réglementée diffusée par les sociétés cotées

La directive Transparence exige de chaque Etat membre de la Communauté européenne qu'il dispose d'au moins un mécanisme centralisé d'archivage de l'information réglementée. L'objectif est de permettre aux investisseurs et au public d'accéder à moindres coûts aux informations concernant les sociétés cotées et, à terme, de construire un réseau européen d'archivage.

En France, la mission consistant à assurer l'archivage de l'information réglementée a été confiée à la Direction des Journaux officiels (DJO). La DJO met ainsi gratuitement à la disposition du public, *via* un portail internet dédié⁽⁴²⁾, l'information diffusée par les sociétés cotées sur Euronext Paris. La mise en place de ce dispositif n'impose pas de contrainte supplémentaire aux sociétés. Ces dernières ont en effet déjà l'obligation de déposer à l'AMF toute l'information réglementée qu'elles diffusent. Cette information est ensuite transmise à la DJO par l'AMF. Conformément aux standards définis par la Commission européenne, le site d'archivage permet au public de consulter, télécharger et imprimer l'information réglementée. Les utilisateurs peuvent également effectuer des recherches à partir de différents critères (dénomination de la société, date de diffusion, type d'information, etc.).

Par ailleurs, le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR) va organiser les discussions et les travaux nécessaires entre les différents mécanismes nationaux d'archivage afin de permettre la création du réseau européen. Il s'agit de créer un mécanisme européen d'archivage en connectant entre elles les bases nationales. Ces travaux devraient démarrer courant janvier 2009.

3 > Le suivi de l'information réglementée

a) La publication des comptes des sociétés

La transposition de la directive Transparence a modifié, depuis le 20 janvier 2007, les obligations de publication de l'information périodique des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

Conformément aux articles L. 451-1-2 du code monétaire et financier et 221-1 à 221-6 du règlement général de l'AMF, les sociétés sont désormais tenues de déposer auprès de l'AMF et de diffuser de manière effective et intégrale les informations trimestrielles dues au titre des premier et troisième trimestres ainsi que leurs rapports financiers semestriels et annuels.

(42) www.info-financiere.fr, ouvert le 6 janvier 2009.

Par ailleurs, le décret n° 2008-258 du 13 mars 2008, entré en vigueur le 1^{er} septembre 2008, a supprimé ou modifié certaines obligations de publication au Bulletin d'annonces légales obligatoires (BALO) redondantes avec les obligations d'information périodique issues de la directive Transparence. Seule subsiste l'obligation de publier au BALO un avis indiquant que les comptes annuels ont été approuvés sans modification par l'assemblée générale et rappelant la date de diffusion du rapport financier annuel.

Une procédure d'injonction judiciaire était prévue le 27 juin 2008 à l'encontre des sociétés n'ayant pas respecté leur obligation de publication des comptes exigibles sur 2007, mais elle a été interrompue, les sociétés concernées ayant régularisé leur situation.

Aucune autre procédure d'injonction n'a été mise en œuvre sur l'année 2008. L'AMF a, en effet, considéré que cette année était une année de transition pour les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, qui leur a permis de se conformer aux nouvelles obligations et de s'approprier les nouvelles procédures de dépôt et de diffusion.

b) Le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne

Le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance de toute société anonyme faisant appel public à l'épargne rend compte à l'assemblée générale annuelle des actionnaires des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil ainsi que des procédures de contrôle interne mises en place par la société. Le rapport présenté à l'assemblée générale indique, en outre, les éventuelles limitations que le conseil d'administration apporte aux pouvoirs du directeur général⁽⁴³⁾.

Les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé⁽⁴⁴⁾ décrivent en outre dans le même rapport « les principes et les règles arrêtés, selon le cas, par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance pour déterminer les rémunérations et avantages de toute nature accordés aux mandataires sociaux ».

Par ailleurs, les commissaires aux comptes présentent, dans un rapport⁽⁴⁵⁾, leurs observations sur le rapport du président, pour les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière.

Ces rapports font partie de l'information réglementée, au sens du règlement général de l'AMF, et doivent en conséquence faire l'objet d'une diffusion effective et intégrale par voie électronique⁽⁴⁶⁾ et être déposés auprès de l'AMF. Les sociétés qui n'ont pas satisfait à cette obligation figurent sur une liste publiée par l'AMF.

Comme le prévoit la loi, l'AMF publie chaque année un rapport sur la base des informations publiées par les sociétés. Ainsi, l'AMF a publié, le 27 novembre 2008, son cinquième rapport⁽⁴⁷⁾ sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne des sociétés faisant appel public à l'épargne, élaboré à partir de l'analyse des informations publiées par un échantillon de 100 sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris.

Ce rapport est le dernier réalisé sur la base d'un texte qui tirait l'essentiel de sa substance de la loi de sécurité financière de 2003. En 2009, les sociétés rédigeront leur rapport conformément au nouveau cadre issu de la transposition par les Etats membres des directives 2006/43/CE et

(43) Avant-dernier alinéa des articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce.

(44) Dernier alinéa des articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce, introduits par la loi du 30 décembre 2006.

(45) Article L. 225-235 du code de commerce.

(46) Le rapport doit être publié, pour les sociétés anonymes faisant APE, au plus tard le jour du dépôt au greffe du Tribunal de commerce du rapport du conseil présenté à l'assemblée générale et, pour les autres personnes morales et étrangères faisant APE, dans les mêmes conditions que les sociétés anonymes si elles sont tenues de déposer leurs comptes au greffe et dès l'approbation des comptes de l'exercice précédent dans le cas contraire.

(47) Disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf.france.org), rubrique « Publications > Rapports annuels > Gouvernement d'entreprise et contrôle interne ».

2006/46/CE⁽⁴⁸⁾. Dans ce contexte, l'AMF n'a donc pas souhaité, cette année, émettre de nouvelles recommandations, exception faite d'une remarque sur le cadre de référence et d'une recommandation sur la transparence des différents éléments de rémunérations des dirigeants.

L'AMF a constaté que sur l'exercice 2007 les sociétés avaient poursuivi leurs efforts afin de fournir une information de qualité en matière de gouvernement d'entreprise et de contrôle interne.

Le cadre de référence recommandé par l'AMF est devenu, pour beaucoup d'entreprises, un outil de gestion du contrôle interne. Les rédactions retenues laissent toutefois transparaître divers degrés de mise en œuvre du cadre et de son guide d'application. Pour ce premier exercice, près de 60% des sociétés comprises dans l'échantillon retenu s'y réfèrent. Cette adhésion est particulièrement perceptible pour les valeurs moyennes et petites. S'il est satisfaisant que les émetteurs s'approprient le référentiel dans toutes ses composantes ou adoptent une démarche progressive en ce sens, l'Autorité a rappelé en revanche que la simple référence au cadre dans des termes peu précis ne répond pas à l'objectif recherché dans sa recommandation de janvier 2007, confirmée en janvier 2008.

c) Les déclarations des opérations réalisées par les dirigeants et les personnes liées

L'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier fait obligation aux dirigeants de déclarer les opérations qu'ils réalisent sur les titres de la société au sein de laquelle ils exercent leurs fonctions. Cette obligation pèse, d'une part, sur les dirigeants et toute autre personne qui dispose, au sein de l'émetteur, du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant son évolution et sa stratégie et ont accès à des informations privilégiées et, d'autre part, sur les personnes qui leur sont étroitement liées.

Les modalités de déclaration des transactions sont précisées par le règlement général de l'AMF⁽⁴⁹⁾. Par ailleurs, l'AMF a mis à jour, le 16 avril 2008, la liste de questions-réponses sur les principales interrogations soulevées par ces déclarations. Les déclarations sont communiquées à l'émetteur par voie électronique, dans un délai de cinq jours de négociation suivant la réalisation de la transaction, à l'AMF, qui en assure la publication. Les déclarations reçues sont publiées sous la responsabilité du déclarant, sans contrôle *a priori* de l'AMF.

En 2008, l'AMF a ainsi mis en ligne sur son site internet 8 920 déclarations (contre 8 051 en 2007).

d) Les déclarations de franchissement de seuil

En application des dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, l'AMF rend publiques les déclarations de franchissement de seuil qui lui sont transmises selon les modalités définies par son règlement général.

Les personnes tenues de déclarer⁽⁵⁰⁾ le franchissement des seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33,33%, 50%, 66,66%, 90% ou 95% du capital ou des droits de vote d'une société cotée informent l'AMF et l'émetteur, au plus tard dans un délai de cinq jours de négociation à compter du franchissement. Le contenu des déclarations est défini par l'article 223-14 du règlement général de l'AMF.

L'AMF publie les déclarations de franchissement de seuil dans un délai de trois jours de négociation à compter de leur réception. Ces informations sont mises en ligne sur le site internet de l'AMF et diffusées par voie électronique, selon les mêmes modalités que l'information réglementée.

Au cours de l'année 2008, l'AMF a mis en ligne sur son site internet 933 déclarations de franchissement de seuil contre 1 312 en 2007.

(48) Directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2006 concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, et abrogeant la directive 84/253/CEE du Conseil (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) et directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE).

(49) Articles 223-22 à 223-26 du règlement général de l'AMF.

(50) Il s'agit des personnes mentionnées au I de l'article L. 233-7 du code de commerce.

4 – Les offres publiques d'acquisition

A – Les statistiques des offres publiques en 2008

L'année 2008 a connu une forte diminution du nombre d'offres publiques par rapport à 2007 : au total, 41 déclarations de conformité portant sur des offres effectivement ouvertes ont été prononcées, contre 67 en 2007.

Offres publiques ouvertes dans l'année sous revue ⁽¹⁾	2005	2006	2007	2008
Offres relevant de la procédure normale	14	6	13	8
Offres relevant de la procédure simplifiée	23	23	32	18
Offres publiques de retrait	3	3	3	-
Offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire	29	19	7	8
Offres publiques de rachat	8	2	2	2
Garanties de cours	9	6	9	4
Retraits obligatoires avec conformité ⁽²⁾	-	0	1	1
Total⁽³⁾	86	59	67	41
Retraits obligatoires sans conformité ⁽²⁾	-	4	10 ⁽⁴⁾	18

Source : AMF

(1) Les offres déclarées non conformes ne sont pas comptabilisées. Les offres n'ayant pas connu de suite positive et celles ayant fait l'objet d'une renonciation par l'initiateur sont comptabilisées (par ex. en 2008, l'offre de Gemalto visant Wavecom).

(2) Dispositif introduit par la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition.

(3) Hors retraits obligatoires sans conformité.

(4) Dont un retrait obligatoire visant une société ayant son siège hors de France, autorisé par l'autorité de marché luxembourgeoise.

Le nombre d'offres publiques s'inscrivant dans le contexte d'une prise de contrôle⁽⁵¹⁾ était de 23 en 2008 contre 47 en 2007, parmi lesquelles il convient de distinguer 16 changements de contrôle préalables à une offre publique⁽⁵²⁾, celle-ci étant déposée à titre obligatoire, et sept changements de contrôle consécutifs à une offre publique relevant de la procédure normale.

Parmi les 8 offres visant une prise de contrôle (offres de procédure normale) ouvertes en 2008, on dénombre 4 offres déposées de façon non sollicitée⁽⁵³⁾ contre seulement 2 en 2007 et aucune en 2005 et 2006.

Les offres simplifiées initiées par l'actionnaire de contrôle historique de la société visée, en vue d'un retrait de la cote, ont été au nombre de 5 contre 4 en 2007. Elles ont toutes abouti à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Une très large majorité des offres publiques déposées par un initiateur ayant l'intention, ou se réservant la faculté de mettre en œuvre, à l'issue de l'offre, un retrait obligatoire sur les titres visés ont bénéficié d'un taux d'apport suffisant pour permettre la réalisation de la procédure de retrait obligatoire dans les trois mois suivant la clôture de l'offre. Ainsi, parmi les offres publiques ouvertes en 2008, dans seulement 3 cas (contre 14 en 2007), cette intention n'a pu être concrétisée en raison d'un apport insuffisant.

7 offres publiques déposées à titre obligatoire ont visé des « coquilles vides » ou des sociétés vidées de leurs actifs en vue d'une transformation en véhicule d'investissement immobilier⁽⁵⁴⁾, soit autant qu'en 2007.

(51) Au sens d'une détention supérieure à 50% du capital et des droits de vote de la société visée.

(52) Garantie de cours ou offre publique simplifiée.

(53) Offres publiques de H Distribution Partners sur Du Pareil au Même, Groupe Open sur Sylys, IAM Gold sur Euro Ressources, Gemalto sur Wavecom.

Enfin, les recours portant sur les deux déclarations de non-conformité prononcées par l'AMF en 2007 ont fait l'objet d'arrêts de la Cour d'appel de Paris :

- > un arrêt du 2 avril 2008 sur les recours en annulation et en réformation formés à l'encontre de la décision prise par l'AMF le 26 juin 2007 déclarant non conforme le projet d'offre publique d'échange déposé par la société Sacyr sur les actions de la société Eiffage⁽⁵⁴⁾ ;
- > un arrêt du 24 juin 2008 sur les recours en annulation formés à l'encontre de la décision prise par l'AMF le 13 décembre 2007 déclarant non conforme le projet d'offre publique de rachat déposé par la société Gecina sur ses propres actions⁽⁵⁵⁾.

Dans le dossier Eiffage, l'AMF, tirant notamment les conséquences de la cession par Sacyr de la totalité de sa participation au capital d'Eiffage, a publié le 21 avril 2008 une décision concluant au fait qu'il n'y avait plus lieu de faire obligation à Sacyr de déposer un projet d'offre publique sur les actions Eiffage. Cette décision a fait l'objet d'un recours en annulation formé par l'ADAM⁽⁵⁷⁾ auprès de la Cour d'appel de Paris, laquelle a rendu un arrêt le 18 décembre 2008 confirmant la décision de l'AMF.

Cet arrêt ainsi que les deux arrêts cités précédemment font l'objet de développements dans le point D du présent chapitre (cf. *infra*, page 128 à 132).

B – La doctrine

1 > L'offre publique d'achat non sollicitée de Gemalto SA visant les titres Wavecom

Le 6 octobre 2008, la société Gemalto SA a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat visant les titres de la société Wavecom. Cette offre était libellée aux prix respectifs de 7 euros par action et de 20 euros par obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (OCEANE). Elle était assortie par ailleurs d'un seuil de renonciation fixé à 50,01% du capital de Wavecom existant à la date de clôture de l'offre, sur une base non diluée des OCEANE et autres instruments dilutifs existants (BSA, options, BSPCE).

a) Prix offert pour les OCEANE Wavecom

Les OCEANE visées par l'offre avaient été émises par Wavecom en juillet 2007 à une valeur nominale unitaire de 31,30 euros et portaient coupon au taux de 1,75% payable annuellement au 1^{er} janvier. Leur parité de conversion était d'une action par obligation et leur échéance de remboursement normal (au pair) était fixée au 1^{er} janvier 2014. Leur contrat d'émission stipulait, par ailleurs, certaines clauses de remboursement anticipé au gré des porteurs, en particulier en cas de changement de contrôle de Wavecom, auquel cas ces derniers pouvaient demander le remboursement de leurs obligations à Wavecom à la valeur nominale de 31,30 euros incrémentée du coupon couru à la date de remboursement.

Dès lors, le seuil de renonciation de l'offre de Gemalto étant libellé sur une base non diluée, l'issue positive de l'offre aurait mécaniquement ouvert droit pour les porteurs au remboursement anticipé des OCEANE à un prix supérieur au prix proposé par Gemalto dans son offre.

Le libellé de l'offre de Gemalto s'agissant des OCEANE aboutissait à ce que Wavecom assume le désintéressement des obligataires (étant souligné que Wavecom disposait des fonds nécessaires au remboursement, n'ayant pas employé le produit de l'émission réalisée en juillet 2007) : aucun porteur d'OCEANE rationnel n'avait en effet intérêt à apporter ses titres à une offre publique libellée à 20 euros, laquelle, en cas de suite positive, ouvrirait droit ensuite au remboursement des OCEANE à 31,30 euros.

(54) Eligible, le cas échéant, au statut des sociétés d'investissements immobiliers cotées (SIIC).

(55) Décision de l'AMF n° 207C1202 du 26 juin 2007.

(56) Décision de l'AMF n° 207C2792 du 13 décembre 2007.

(57) ADAM : Association des actionnaires minoritaires.

Du fait du lien d'automaticité entre le succès de l'offre et l'activation de la clause de remboursement anticipé des OCEANE, il est apparu, lors de l'instruction du projet d'offre par l'AMF, que le prix du remboursement anticipé constituait une référence de valorisation incontournable dans la fixation du prix de l'offre destinée aux obligataires, lequel devait non seulement se justifier au regard d'une analyse multicritère, mais également s'articuler en cohérence avec les termes spécifiques du contrat d'émission, comme certains précédents l'avaient déjà illustré⁽⁵⁸⁾.

Dans le cas contraire, il apparaît que les OCEANE auraient été visées à un prix sans cohérence avec les caractéristiques du titre en question et le libellé de l'offre, reflétant les objectifs et intentions de l'initiateur, ce qui aurait eu pour conséquence, en pratique, de ne pas viser ces titres dans l'offre publique contrairement aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général selon lesquelles une offre doit viser la totalité des titres de capital et donnant accès au capital.

Cela a conduit Gemalto, le 16 octobre 2008, à relever le prix de son offre sur les OCEANE de 20 euros par titre à 31,30 euros majoré du coupon couru, en cohérence avec les caractéristiques des titres visés et le libellé de son offre.

Ce relèvement illustre la nécessité de conserver une cohérence entre le prix offert pour les titres donnant accès au capital et les éventuelles clauses figurant à leur contrat d'émission, ces dernières pouvant contenir des références déterminantes pour la fixation du prix.

b) Mesures de défense susceptibles de faire échouer une offre

Dès son dépôt non sollicité, l'offre de Gemalto a été jugée hostile par Wavecom, comme en ont témoigné plusieurs communiqués au marché et l'avis motivé de son conseil d'administration, le 29 octobre 2008, qui s'est prononcé contre l'offre et a recommandé aux porteurs de titres Wavecom de ne pas les apporter à l'offre.

Wavecom a recherché des voies de défense face à l'offre de Gemalto : conformément à l'article L. 233-32 I du code de commerce (règle de passivité de l'organe de décision de la société visée en période d'offre, sous réserve du principe de réciprocité visé à l'article L. 233-33 du même code), elle a convoqué une assemblée générale en vue de soumettre à l'approbation de ses actionnaires une série de mesures susceptibles de faire échec à l'offre de Gemalto.

L'assemblée a été notamment appelée à statuer sur la distribution d'un dividende exceptionnel de 1 euro par action, sur l'autorisation de poursuivre le programme existant de rachat d'actions et d'annuler les actions autodétenues pendant la période d'offre, sur l'émission et l'attribution gratuite de bons d'offre permettant de souscrire, à des conditions préférentielles, une ou plusieurs actions ordinaires de la société, en faveur de tous les actionnaires de Wavecom, en application des dispositions des articles L. 233-32 II et L. 233-33 du code de commerce (et ce jusqu'à doublement du capital de la société), et sur l'institution d'un droit de vote double au profit des actionnaires inscrits au nominatif depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

Cette assemblée générale ne s'est finalement pas tenue. En effet, Wavecom a mené en parallèle la recherche d'un « chevalier blanc ». Le 1^{er} décembre 2008, soit une semaine avant la tenue de son assemblée générale, elle a conclu avec la société canadienne Sierra Wireless un protocole d'accord prévoyant le dépôt par cette dernière d'une offre publique amicale sur les titres Wavecom (aux prix respectifs de 8,5 euros par action et de 31,93 euros par OCEANE, soit une amélioration par rapport à l'offre de Gemalto de 21% du prix par action et de 2% du prix par OCEANE) et ce moyennant des engagements d'apport de la part des deux principaux actionnaires et fondateurs de Wavecom portant sur 21% du capital de la société. Dès le dépôt de cette offre concurrente, Wavecom a annoncé qu'elle ajournait l'assemblée générale devant statuer sur les mesures de défense.

(58) Offre de SAP sur les ORNANE Business Objects en octobre 2007, offres successives concurrentes sur les obligations convertibles de La Rochette en 2002.

Si l'assemblée s'était tenue et avait approuvé les résolutions proposées, la question se serait posée de savoir si l'adoption des mesures de défense précitées pouvait ouvrir droit pour Gemalto à renoncer à son offre dans le cadre des dispositions de l'article 232-11 2^e alinéa du règlement général.

S'agissant de l'émission des bons d'offre, l'AMF rappelle qu'à la suite de leur introduction en droit français par la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006, le 2^e alinéa de l'article 232-11 du règlement général a été modifié de sorte à appréhender le cas où une société visée par une offre mettrait en œuvre des mesures modifiant sa consistance pendant l'offre ou postérieurement à celle-ci en cas de suite positive. C'est pourquoi au cas d'espèce, il paraît légitime de considérer que si l'assemblée générale des actionnaires approuve, pendant la période d'offre, une résolution donnant délégation au conseil d'administration pour émettre des bons de souscription d'actions tels que visés à l'article L. 233-32 II du code de commerce, lesquels bons sont susceptibles d'aboutir au doublement du capital de la société visée, l'initiateur peut alors renoncer à son offre publique sur le fondement du 2^e alinéa de l'article 232-11 du règlement général, quand bien même ces bons n'auraient pas été encore attribués aux actionnaires par le conseil d'administration.

La réponse est moins simple s'agissant des autres mesures de défense qu'envisageait Wavocom. En particulier, au regard notamment du principe d'irrévocabilité des offres publiques, la question se pose de l'appréciation des conséquences d'un dividende exceptionnel décidé en période d'offre. Il semble qu'il faille se référer à l'ampleur de la distribution : soit celle-ci reste modeste, et l'on pourrait admettre un ajustement du prix d'offre par l'initiateur (comme cela se pratique habituellement lors du paiement du dividende ordinaire annuel), soit elle est importante au point de modifier la consistance de la cible, auquel cas elle pourrait ouvrir droit à renonciation à l'offre dans le cadre du 2^e alinéa de l'article 232-11 du règlement général. Quoi qu'il en soit, il importe que l'initiateur d'une offre indique clairement dans la note d'information la mesure qu'il compte adopter en cas de distribution, étant souligné que, si la circonstance se présente, toute décision devra être prise après consultation de l'AMF.

2 > L'expertise indépendante et les conflits d'intérêts : les cas Alti et Clarins

La problématique d'indépendance de l'expert intervenant dans le contexte d'une offre publique a fait l'objet de dispositions particulières lors de la mise en place du nouveau régime de l'expertise indépendante en 2006. C'est ainsi que l'article 261-4 I du règlement général dispose que l'expert « ne doit pas être en situation de conflit d'intérêts avec les personnes concernées par l'offre publique ou l'opération et leurs conseils » et que l'article 1^{er} de l'instruction de l'AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante précise que « pour l'application de l'article 261-4 (...), l'expert est considéré comme étant dans une situation de conflit d'intérêts, notamment lorsqu'il :

- 1/ entretient des liens juridiques ou des liens en capital avec les sociétés concernées par l'offre publique ou l'opération, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance ;
- 2/ a procédé à une évaluation de la société visée par l'offre publique ou qui réalise l'opération au cours des 18 mois précédant la date de sa désignation, sauf si l'évaluation menée dans ce délai intervient dans le cadre d'une mission qui constitue le prolongement de la précédente (...) ».

En 2008, deux dossiers d'offres publiques ont respectivement mis en lumière ces deux cas de conflits d'intérêts susceptibles d'affecter l'indépendance de l'expert désigné par la société visée.

Dans le premier cas, l'offre publique d'achat simplifiée de Financière Alti sur les actions Alti, le conflit d'intérêts dans l'existence d'un lien capitalistique entre l'initiateur de l'offre et l'expert désigné par la société visée.

Cette offre de fermeture déposée volontairement en juin 2008 en application de l'article 233-1 1^o du règlement général, faisait suite à une première offre publique réalisée en 2007, à l'issue de

laquelle Financière Alti avait porté sa détention à 89,07% du capital et 88,85% des droits de vote d'Alti. Souhaitant retirer sa filiale de la cote, elle proposait cette fois un prix supérieur de 9% à celui de son offre précédente. Etant contrôlée par l'initiateur et celui-ci ayant l'intention de procéder à un retrait obligatoire à la clôture de l'offre, Alti avait nommé un expert sur le fondement de l'article 261-1, I 1° et II du règlement général.

Or le cabinet d'expertise désigné par Alti avait, de manière indirecte, un actionnaire minoritaire commun avec l'initiateur de l'offre. L'expert n'en faisait pas mystère dans son rapport, mais avait pourtant estimé que ce lien capitalistique n'était pas de nature à remettre en cause son indépendance : l'actionnaire commun était présent au capital de son cabinet comme investisseur financier et n'intervenait pas dans sa gestion, n'avait pris aucune part dans le choix d'Alti de nommer le cabinet, lequel n'avait d'ailleurs jamais effectué de mission pour le compte de cet actionnaire ou de ses filiales au cours des deux dernières années.

L'AMF a considéré que le lien en capital était néanmoins susceptible de caractériser une situation de conflit d'intérêts pour l'expert indépendant, pouvant l'amener à déclarer le projet d'offre publique non conforme, ce qui a conduit la société Alti à mandater un second cabinet, exempt de tout conflit d'intérêts, pour établir une « opinion indépendante » (et non une expertise indépendante au sens du règlement général) complémentaire à l'avis émis par le premier cabinet, dont elle a d'ailleurs conforté la conclusion favorable.

Le second cas concernait la société Clarins, qui a fait l'objet en juin 2008 d'une offre de fermeture déposée volontairement par Financière FC, *holding* de la famille Courtin-Clarins, en application de l'article 233-1 1° du règlement général. Comme pour Alti, Clarins avait mandaté un expert sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et 2° du règlement général puisque la Financière FC détenait 51,53% du capital et 59,71% des droits de vote de Clarins et avait l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre.

Or, l'instruction du projet d'offre a révélé que l'un des signataires du rapport d'expertise avait également signé en mars 2007 l'évaluation d'une participation significative minoritaire de Clarins ainsi qu'une évaluation de deux marques de cette société dans le cadre de l'établissement des comptes relatifs à l'exercice 2006, ce qui allait manifestement à l'encontre des dispositions de l'article 1^{er} de l'instruction de l'AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006.

Dans cette situation, la société a décidé de désigner un nouvel expert répondant aux exigences d'indépendance du règlement général, dont le rapport s'est substitué à celui du premier.

A la lumière de ces précédents, l'AMF recommande une vigilance particulière aux sociétés visées par une offre publique lorsqu'elles sont amenées à désigner un expert indépendant requis par l'article 261-1 du règlement général. Il importe en effet que l'expert choisi soit effectivement « indépendant » selon les critères posés par l'instruction de l'AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006, étant précisé qu'en la matière les faits comptent autant que l'apparence, et que les critères énumérés par l'instruction ne constituent aucunement une liste exhaustive. A cet égard, l'AMF estime que des interventions répétées d'un même expert sur des opérations animées par une même structure de conseil peuvent porter atteinte à l'indépendance de l'expert, et ce, bien que la récurrence d'un même « binôme » conseil/expert ne soit pas explicitement visée par le règlement général ou l'instruction.

3 > L'expertise indépendante et le calendrier d'instruction des offres publiques : quelques exemples d'offres publiques non sollicitées

L'année 2008 a été marquée par un retour des offres publiques non sollicitées, après plusieurs années de quasi-disparition de ce type d'offre.

1

2

3

4

5

6

7

8

Dans de telles offres publiques, la note d'information de l'initiateur et celle en réponse de la société visée sont disjointes, l'AMF statuant sur la conformité du projet d'offre dans un délai de dix jours de bourse et avant le dépôt par la société cible de sa note en réponse au plus tard le 5^e jour suivant la décision de conformité, conformément aux articles 231-20 I et 231-26 1^{er} alinéa du règlement général. Le principe en est que l'offre non sollicitée, si elle est conforme, doit s'ouvrir rapidement pour permettre au marché de se prononcer et à d'éventuelles offres concurrentes de se manifester. En outre, l'avis motivé de l'organe de décision de la société visée n'entre pas dans le champ d'examen de conformité de l'AMF, dès lors qu'aucun conflit d'intérêts ne conduit celui-ci à désigner un expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1 (en effet, sauf cas exceptionnels, il n'y a pas habituellement de conflits d'intérêts dans les offres non sollicitées).

Cette configuration s'est produite dans trois offres publiques d'achat non sollicitées ouvertes en 2008 : l'offre de H Partners Distribution sur Du Pareil au Même déposée le 10 mars 2008, l'offre de Groupe Open sur Sylys déposée le 7 juillet 2008⁽⁵⁹⁾ et l'offre de Gemalto sur Wavecom déposée le 6 octobre 2008.

Dans le cas Du Pareil au Même, le conseil de surveillance de la société visée a souhaité s'appuyer, pour rendre son avis motivé, sur une opinion indépendante externe, laquelle n'a pas pris la forme d'une expertise indépendante au sens du règlement général et n'a eu, de ce fait, aucun impact sur le calendrier d'instruction du projet d'offre, lequel a suivi le format décrit plus haut.

Il en aurait été autrement si l'organe de décision de la société visée, se considérant en situation de conflit d'intérêts, avait désigné un expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1. Dans ce cas, il y a toujours disjonction des projets de notes de l'initiateur et de la cible, mais l'AMF doit examiner le rapport de l'expert et l'avis motivé de l'organe de décision afin de statuer sur la conformité de l'offre au regard des deux projets de note et une fois écoulé un délai minimal de cinq jours de négociation suivant le dépôt du projet de note en réponse. L'articulation entre la déclaration de conformité et le dépôt de la note en réponse se trouve alors renversée⁽⁶⁰⁾, sans compter que l'intervention d'un expert indépendant introduit un délai supplémentaire⁽⁶¹⁾ susceptible d'allonger sensiblement le calendrier de l'offre publique.

En témoigne, par exemple, le projet d'offre publique d'achat de Sierra Wireless France sur la société Wavecom, déposé le 2 décembre 2008 et concurrent de l'offre de Gemalto précitée, et qui, compte tenu de la signature préalable d'un protocole d'accord entre l'initiateur et Wavecom et d'engagements d'apport à l'offre par deux actionnaires administrateurs de la cible, avait conduit Wavecom à désigner un expert au titre de l'existence de conflits d'intérêts.

Intervenant dans le contexte d'une bataille boursière⁽⁶²⁾, le recours à l'expertise indépendante par la société visée peut retarder la confrontation des offres publiques en présence. L'exemple de l'offre concurrente de Sierra⁽⁶³⁾, déposée le 2 décembre 2008, mais déclarée conforme le 6 janvier 2009 seulement, illustre bien en quoi l'inversion de l'articulation note en réponse déclaration de conformité et les délais introduits par l'expertise affectent le calendrier de l'offre publique.

La question de l'opportunité de l'expertise indépendante se pose en termes similaires lorsqu'une offre, initialement non sollicitée, devient amicale à la suite d'un relèvement du prix par l'initiateur, accompagné le cas échéant de la conclusion d'un protocole avec l'organe de décision de la cible et d'engagements d'apport à l'offre par des actionnaires importants siégeant à cet organe. Formellement, il pourrait être soutenu que ledit organe n'est plus alors en situation de se prononcer de manière indépendante sur l'offre en surenchère du fait de la conclusion de tels accords⁽⁶⁴⁾.

(59) Dans sa forme initiale, cette offre comportait une branche principale en numéraire et une branche subsidiaire en titres.

(60) Cf. graphique illustratif, Rapport annuel 2006 de l'AMF, page 117.

(61) Délai d'élaboration d'au moins 15 jours de négociation posé à l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF.

(62) Même si au cas d'espèce, celle-ci fut de courte durée, Gemalto ayant très vite annoncé qu'elle renonçait à son offre.

(63) Cf. *supra* page 121.

(64) Cf. article 261-1 I 2^o du règlement général de l'AMF.

Or, obliger la société visée à désigner un expert et à déposer une note en réponse, laquelle conditionnera la conformité de l'offre en surenchère, peut paraître artificiel. En effet, toutes choses égales par ailleurs, seule importe en définitive l'ampleur du relèvement du prix d'offre⁽⁶⁵⁾, qui est le critère principal sur lequel repose la conformité d'un projet d'offre en surenchère⁽⁶⁶⁾.

A cet égard, on se reportera à la surenchère de Groupe Open sur les termes de son offre visant les titres Sylis, déposée le 26 août 2008. Cette surenchère emportait un relèvement de 8,2% du prix offert par action et avait convaincu les trois principaux actionnaires de Sylis, représentant près de 55% du capital et, par ailleurs, majoritaires au conseil d'administration, de conclure des engagements d'apport à l'offre en surenchère. Dans ces conditions, le conseil d'administration a émis un avis favorable à la nouvelle offre de Groupe Open. En l'espèce, Sylis n'a pas fait appel à un expert indépendant, ce qui a permis à l'offre en surenchère d'être rapidement déclarée conforme et ouverte, facilitant l'exécution d'une offre dont l'issue n'avait dès lors plus d'enjeu.

Comme le montrent ces exemples, un équilibre doit être trouvé en fonction des spécificités de chaque offre, entre l'application des principes gouvernant le recours à l'expertise indépendante et le bon déroulement du calendrier de l'offre au mieux des intérêts du marché et de la confrontation des offres.

C – Les dérogations à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre

En 2008, l'AMF a rendu 33 décisions de dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique, dont 6 relatives à des examens menés en application de l'article 234-7 du règlement général (mise en concert). Parmi les 27 autres décisions de dérogation, 3 ont aussi concerné des examens relatifs à l'article 234-7. 2 décisions relatives à l'article 236-6⁽⁶⁷⁾ du règlement général ont été rendues.

1 > La substitution du plus petit concertiste dans un concert à deux détenant plus de la majorité des droits de vote : Thales

Le 18 novembre 2008, Dassault Aviation et Alcatel-Lucent ont annoncé qu'ils entraient en discussion exclusive en vue de l'acquisition par le premier de la totalité de la participation détenue par le second dans la société Thales. En parallèle, Dassault Aviation a engagé des discussions avec l'Etat en vue de définir les termes d'un partenariat en tant qu'actionnaire de Thales, Dassault Aviation assumant le rôle de « partenaire industriel » alors dévolu à Alcatel-Lucent.

Jusqu'à-là, la société Thales était contrôlée par un concert formé par le secteur public et Alcatel Lucent, qui détenait 47,31% du capital et 58,96% des droits de vote de Thales. Cette composition du capital résultait des modifications apportées le 28 décembre 2006 aux pactes d'actionnaires en vigueur depuis avril 1998 concernant Thales.

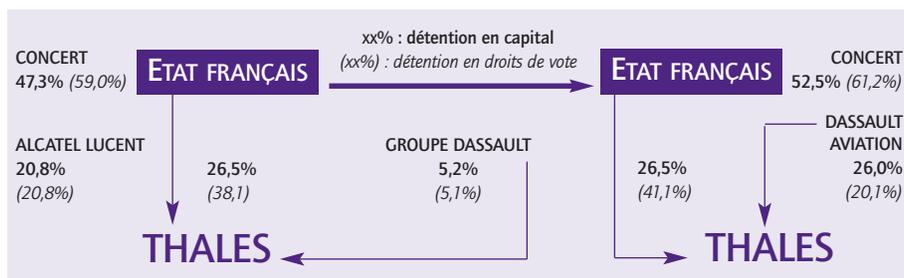
Il était envisagé que Dassault Aviation acquière l'intégralité des titres Thales détenus par Alcatel Lucent (soit 20,8% du capital) ainsi que les titres détenus par sa maison mère GIMD (5,2% du capital), et devienne ainsi actionnaire de Thales à hauteur de 25,96% du capital et 20,11% des droits de vote.

Concomitamment, Dassault Aviation se substituerait aux droits et obligations d'Alcatel-Lucent en adhérant aux accords conclus le 28 décembre 2006 par le biais de la signature d'une « convention d'adhésion », conclue avec l'Etat, aux termes de laquelle, Dassault Aviation serait tenue par toutes les obligations et bénéficierait des mêmes droits que ceux à la charge et au bénéfice d'Alcatel-Lucent, sous réserve de certains amendements visant à renforcer les droits du secteur public et à asseoir sa prédominance au sein du concert.

(65) Sans compter que le règlement général ne prévoit pas le dépôt par la société visée d'une nouvelle « note en réponse » en cas de surenchère par l'offrant, mais seulement l'émission d'un nouvel avis motivé par son organe de décision (art. 232-9).

(66) Cf. article 232-7 1^{er} alinéa du règlement général de l'AMF.

(67) Article relatif aux conditions de mise en œuvre d'une OPR.



Dans ce cadre, l'Autorité des marchés financiers a examiné l'évolution prévue du concert par rapport à la situation qui prévalait depuis décembre 2006 (illustrée ci-dessus). Elle a considéré que les dispositions du 1^{er} alinéa de l'article 234-7 du règlement général s'appliquaient en l'espèce – le secteur public, alors prédominant au sein du concert formé avec Alcatel-Lucent, qui détenait la majorité des droits de vote de Thales, demeurant prédominant au sein du nouveau concert formé avec Dassault Aviation, lequel détiendrait aussi la majorité des droits de vote de la société Thales – et que l'AMF pouvait donc constater qu'il n'y avait pas lieu au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique⁽⁶⁸⁾.

Cette conclusion a notamment reposé sur une appréciation approfondie de l'équilibre entre le secteur public et Dassault Aviation, à la fois en termes de participations relatives en capital et en droits de vote, de représentation au conseil d'administration de Thales, et de modalités de gouvernance définies par le dispositif contractuel prévu entre les parties.

L'Autorité a toutefois demandé aux parties de l'informer de toute modification de leurs participations respectives ainsi que des dispositions des accords conclus entre eux, en vue d'apprécier, dans le cadre des dispositions du dernier alinéa de l'article 234-7 du règlement général, les conséquences de ces modifications au regard de l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique.

Cette décision révèle une application nouvelle des dispositions de l'article 234-7 du règlement général, lesquelles ont été appliquées jusqu'ici dans les cas où un tiers se joint à un concert existant (scénario « 2 + 1 = 3 »). En l'espèce, on assistait, au contraire, à la substitution pure et simple de l'une des parties au concert (scénario « 2 - 1 + 1 = 2 ») aboutissant à la formation d'un nouveau concert dans lequel le membre prédominant restait inchangé. Dans ces conditions, l'approche de l'AMF a consisté à comparer une situation de départ caractérisée par un concert majoritaire dans lequel le secteur public était prépondérant, avec une situation d'arrivée caractérisée par un nouveau concert majoritaire dans lequel il convenait de vérifier que ce même secteur public demeurait prépondérant.

2 > La dérogation en cas de réduction du capital consécutive à un programme de rachat d'actions

A plusieurs reprises, l'AMF a été saisie de demandes de dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique dans le cadre de réductions de capital d'une société, lesquelles résultaient de la mise en œuvre d'un programme de rachat et de l'annulation d'actions subséquente, qui auraient pour conséquence la relution de l'actionnaire principal l'amenant à se retrouver en situation d'offre obligatoire, soit par le franchissement en hausse du seuil du tiers du capital ou des droits de vote, soit par un accroissement de plus de 2% du capital ou des droits de vote de la détention initialement comprise entre le tiers et 50%. Dans la mesure où les seuils exprimés en droits de vote se calculent sur la base d'un nombre de droits de vote dit théorique (ou brut), comme le prévoit le 2^e alinéa de l'article 223-11 du règlement général, la seule mise en œuvre d'un programme de rachat, sans annu-

(68) Décision de l'AMF n° 208C2115 du 27 novembre 2008, disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Décisions et informations financières ».

lation des actions acquises, n'a aucun effet mécanique sur la détention des actionnaires, le dénominateur exprimé en capital ou en droits de vote de la société concernée demeurant invariant.

En cas d'annulation des actions, les demandeurs à la dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique invoquent l'article 234-9 5° du règlement général, lequel prévoit la possibilité de l'octroi d'une dérogation sur le fondement d'une diminution du nombre de titres de capital ou de droits de vote d'une société. Dans son rapport annuel 2007⁽⁶⁹⁾, l'AMF avait demandé que les actionnaires à l'origine d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA) générant la situation d'offre obligatoire pour laquelle ils demandent une dérogation ne prennent pas une part active à la prise de décision d'une telle opération.

Le même raisonnement peut être tenu en ce qui concerne les programmes de rachat d'actions. Si l'actionnaire en situation potentielle d'offre obligatoire, notamment par franchissement en hausse du seuil du tiers du capital ou des droits de vote résultant de l'annulation des actions acquises dans le cadre dudit programme, a eu une part active dans la mise en œuvre de l'opération⁽⁷⁰⁾, il ne peut prétendre obtenir le bénéfice d'une dérogation, quand bien même en « extournant » son vote sur les résolutions en question, celles-ci auraient été adoptées par l'assemblée générale des actionnaires. En effet, il importe que l'actionnaire en question ne pèse pas sur la prise de décision au vu et au su des autres actionnaires et que, par conséquent, il annonce avant la tenue de l'assemblée générale soit qu'il ne prendra pas part au vote, soit qu'il ne pèsera pas sur l'adoption des résolutions en question comme dans le précédent cité.

L'AMF rappelle qu'en procédant ainsi, il ne s'agit pas de limiter l'exercice des droits de vote par les actionnaires qui est l'attribut fondamental de tout actionnaire, mais de subordonner l'octroi d'une dérogation à des engagements pris par le demandeur à la dérogation de sorte à éviter une évolution significative du contrôle d'une société dans le cadre d'une opération dont ce n'est pas l'objet. A cet égard, le franchissement en hausse du seuil du tiers peut constituer une telle évolution, dans la mesure où il entrouvre la possibilité de l'obtention d'un contrôle de droit.

3 > La mise en œuvre d'une offre publique de retrait et la cession du principal des actifs : César

La décision César (décembre 2008) sur l'examen de la mise en œuvre éventuelle d'une offre publique de retrait a permis de préciser les conditions d'application de l'article 236-6 du règlement général sur l'appréciation de la cession du principal des actifs au regard des droits et intérêts des actionnaires.

César a conclu, le 24 octobre 2008, un contrat de cession d'actifs portant sur ses activités américaines, le produit de cession devant permettre à la fois de désintéresser le *pool* bancaire et de poursuivre l'activité de la société sur un périmètre resserré et restructuré. Les actifs cédés représentaient deux tiers du chiffre d'affaires du groupe César, l'essentiel du résultat opérationnel et 65% des actifs courants du groupe, César devant continuer de disposer de son outil de production pour la poursuite de son activité, recentrée sur le périmètre européen. En outre, le plan prévu, qui avait fait l'objet d'une homologation par le Tribunal de commerce de Bobigny, apparaissait nécessaire à la survie de la société, la cession des activités américaines étant la seule solution trouvée par la société pour éviter, à terme, une probable cessation de paiements. Sur ces bases, l'actionnaire majoritaire de César, Butler Capital Partners, a demandé à l'Autorité des marchés financiers de considérer qu'il n'y avait pas matière à la mise en œuvre d'une offre publique de retrait au sens de l'article 236-6 du règlement général.

Dans le cadre de son examen, l'Autorité a considéré qu'à supposer que la cession du pôle américain représente la cession du principal des actifs de la société César, elle n'emportait pas de conséquences préjudiciables au regard des droits et intérêts des actionnaires de la société, compte tenu de sa situa-

(69) Cf. Rapport annuel de l'AMF 2007, page 128.

(70) Notamment par l'existence d'un contrôle de fait en sa faveur tel que prévu à l'article L. 233-3 I 3° du code de commerce.

tion opérationnelle et financière, cette cession s'inscrivant dans le cadre d'un accord global avec les banques créancières de la société, lequel avait fait l'objet d'une homologation par le Tribunal de commerce de Bobigny et que, par conséquent, il n'y avait pas matière au dépôt d'une offre publique de retrait.

Cette décision montre qu'au cas d'espèce la cession de ce qui aurait pu être qualifié comme étant le principal des actifs de la société devait s'apprécier *in concreto* et, par conséquent, tenir compte du contexte dans lequel elle intervient afin de déterminer si elle était susceptible d'affecter les droits et intérêts des actionnaires de la société et donc justifier le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait par l'actionnaire contrôlant.

D – Les contentieux

1 > Les suites de l'offre publique d'échange de Sacyr Vallehermoso sur Eiffage

a) La décision de non-conformité du projet d'offre rendue par l'AMF

Le 19 avril 2007, Sacyr a déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers un projet d'offre publique d'échange (OPE) volontaire visant les actions de la société Eiffage et relevant de la procédure normale prévue par le règlement général de l'Autorité. Détenant au jour du dépôt de ce projet 33,32% du capital et 29,61% des droits de vote de cette société, cet initiateur s'engageait à acquérir, par remise de 12 actions Sacyr à émettre pour 5 actions Eiffage présentées, la totalité des actions non détenues par elle.

Par décision du 26 juin 2007, l'AMF a déclaré ce projet non conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables, aux motifs que l'initiateur qui agissait de concert avec au moins six autres actionnaires était amené à franchir de concert les seuils du tiers du capital et des droits de vote d'Eiffage et tombait ainsi sous le régime de l'offre publique obligatoire. L'Autorité a en conséquence demandé à la société Sacyr, agissant de concert, de déposer un projet d'offre publique visant les actions de la société Eiffage tel qu'il puisse être déclaré conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables. Elle a estimé que Sacyr et ses coconcertistes étaient également tenus de déposer ou de s'engager à déposer un projet d'offre publique sur les titres de la société APRR, cette société étant détenue à plus du tiers par Eiffage et représentant pour elle un « actif essentiel ».

Cette décision a fait l'objet d'un recours devant la Cour d'appel de Paris formé par la société Sacyr et les six autres actionnaires considérés par l'AMF comme agissant de concert avec celle-ci. La Cour d'appel a rendu son arrêt le 2 avril 2008.

b) L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 2 avril 2008

Au fond, la Cour a validé l'analyse de l'AMF selon laquelle Sacyr agissait, à l'égard d'Eiffage, de concert avec d'autres actionnaires. Elle a également relevé que les acquisitions successives d'actions d'Eiffage par Sacyr et par les six autres actionnaires avaient procédé non d'un simple parallélisme de comportement mais d'une démarche collective organisée tendant à la poursuite d'une politique commune. En conséquence, la Cour a jugé que l'AMF avait valablement considéré que le projet d'offre publique d'échange présenté par Sacyr ne respectait pas les principes de transparence et de loyauté prescrits par le droit positif et ne pouvait dès lors être déclaré conforme aux dispositions législatives et réglementaires qui lui étaient applicables.

La Cour d'appel, en revanche, a considéré qu'en demandant à Sacyr de déposer un projet d'offre publique conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables, l'AMF avait délivré à cette société une injonction au sens de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier, sans, cependant, avoir mis les personnes concernées en mesure de présenter leurs explications. Elle a, dès lors,

estimé que Sacyr et les six autres actionnaires concernés étaient fondés à invoquer une atteinte aux droits de la défense et a, sur cette base, annulé la demande de dépôt d'une offre faite par l'AMF.

c) Le jugement du Tribunal de commerce de Nanterre du 6 mai 2008

Parallèlement au recours formé devant la Cour d'appel de Paris contre la décision de l'AMF, la validité des délibérations votées lors de l'assemblée générale d'Eiffage qui s'était tenue le 18 avril 2007⁽⁷¹⁾ a été contestée devant le Tribunal de commerce de Nanterre⁽⁷²⁾. Le bureau de cette assemblée avait, en effet, considéré que Sacyr et 88 autres actionnaires agissaient de concert et qu'ainsi ils détenaient ensemble plus de 50% du capital et des droits de vote d'Eiffage ; faute pour ces actionnaires d'avoir déclaré le franchissement des seuils du tiers et de la moitié du capital et des droits de vote, le bureau avait décidé, en application des dispositions de l'alinéa 1^{er} de l'article L. 233-14 du code de commerce, de priver de droits de vote les actions détenues par ces actionnaires pour la partie dépassant le seuil non déclaré.

Par un jugement en date du 6 mai 2008, le Tribunal de commerce de Nanterre a prononcé la nullité de la décision du bureau et, en conséquence, celle de l'ensemble des résolutions votées au cours de cette assemblée.

Le Tribunal, qui reconnaît qu'au-delà de ses attributions spécifiques fixées par le code de commerce le bureau peut exercer un pouvoir général de police de l'assemblée (s'illustrant notamment dans le contrôle de l'exercice du droit de vote, dans le droit d'arrêter le *quorum* et de vérifier qu'il est atteint pour chaque résolution, de vérifier l'application des règles de majorité et résoudre certaines difficultés qui peuvent survenir en cours de séance), considère toutefois que ce pouvoir, faute de délégation législative précise, ne peut s'exercer qu'*a minima* et s'entend donc comme un simple pouvoir de constatation. En l'espèce, les juges ont souligné que le bureau n'avait pas le pouvoir de réunir les éventuelles preuves d'une supposée action de concert et qu'il ne lui appartenait pas de qualifier une situation juridique, qualification dévolue exclusivement à une autorité de nature juridictionnelle soumise au principe d'impartialité et du respect des droits de la défense.

d) L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 18 décembre 2008

Le 17 avril 2008, soit postérieurement au prononcé de l'arrêt de la Cour d'appel du 2 avril 2008, Sacyr a annoncé par voie de communiqué avoir vendu la totalité des actions Eiffage qu'elle détenait à un groupe d'investisseurs institutionnels.

Par une décision du 21 avril 2008, l'AMF a indiqué qu'elle avait examiné les conséquences de cette cession et a pris acte de ce que Sacyr ne détenait plus aucune action Eiffage. Elle a constaté que, compte tenu de sa décision du 26 juin 2007 et de l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 2 avril 2008, le projet d'offre publique d'échange de la société Sacyr et la demande faite à celle-ci de déposer un projet sous le régime de l'offre obligatoire étaient devenus caducs. L'Autorité a, en outre, relevé que les actions Eiffage détenues par Sacyr, agissant de concert, au-delà de la fraction du tiers avaient été privées de droit de vote et estimé que l'application des principes gouvernant les offres publiques visés à l'article 231-3 du règlement général, des articles L. 433-3 I du code monétaire et financier et 234-2 du règlement général relatifs à l'offre obligatoire, devait nécessairement tenir compte de l'ensemble des circonstances de fait qui prévalaient au jour de sa décision. Sur cette base, l'AMF a décidé qu'il n'y avait pas lieu de faire obligation à la société Sacyr de déposer un projet d'offre publique visant les actions de la société Eiffage.

(71) Cf. Rapport annuel de l'AMF 2007, page 129.

(72) Saisi dans un premier temps en référé d'une demande de suspension de toutes les décisions de l'assemblée générale des actionnaires de la société Eiffage du 18 avril 2007, le Tribunal de commerce de Nanterre a rejeté ladite demande par une ordonnance du 1^{er} juin 2007. La Cour d'appel de Versailles a également rejeté par un arrêt du 27 juin 2007 le recours formé à l'encontre de cette ordonnance estimant qu'au cas d'espèce aucun trouble manifestement illicite ni de dommage imminent ne pouvait résulter de l'assemblée du 18 avril 2007 ou d'une assemblée à venir.

Cette décision a été confirmée par la Cour d'appel de Paris statuant sur un recours en annulation formé par l'ADAM⁽⁷³⁾. Par un arrêt du 18 décembre 2008, la Cour a, en effet, reconnu à l'AMF, dans l'exercice de sa mission générale de régulation boursière, un pouvoir d'appréciation justifiant pleinement, en l'espèce, la prise en compte d'un élément nouveau découlant de la sortie définitive de Sacyr du capital d'Eiffage. Les juges du fond ont ainsi estimé que l'Autorité pouvait à bon droit considérer qu'il n'y avait plus lieu de faire obligation à Sacyr de déposer une offre.

2 > Les suites de l'offre publique de rachat d'actions de Gecina

a) La décision de non-conformité et l'action de concert en 2007

Le 19 février 2007, MM. Rivero, Soler et Sanahuja ont conclu un accord, qualifié par eux d'« accord de séparation », ayant pour objet de mettre un terme au conflit qui les opposait au sein de la société espagnole Metrovacesa, en procédant à la scission de cette société et de sa filiale française Gecina.

L'accord prévoyait la réalisation d'une suite d'opérations portant sur le capital et le périmètre d'activité respectifs des sociétés Metrovacesa et Gecina, notamment par le biais d'offres publiques successives en Espagne puis en France. Dans ce cadre, le 22 novembre 2007, la société Gecina a déposé auprès de l'AMF, en application de l'article 233-1 5° du règlement général, un projet d'offre publique de rachat sur ses propres actions (OPRA). Aux termes de ce projet, Gecina envisageait de racheter à ses actionnaires un maximum de 13 919 898 actions, soit 22,35% du capital, par voie d'échange contre des actions de la société Medea⁽⁷⁴⁾, société cotée contrôlée par Gecina.

MM. Rivero et Soler s'engageaient également à se porter acquéreurs des titres Gecina qui resteraient détenus par Metrovacesa à l'issue de l'offre publique de rachat, au prix de 129,36 euros par action.

Par la décision du 13 décembre 2007⁽⁷⁵⁾, l'AMF a déclaré le projet d'OPRA présenté par la société Gecina non conforme aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables.

La réalisation de l'offre publique de rachat de Gecina sur ses propres titres ne pouvait en effet être analysée séparément des autres opérations mises en œuvre en exécution de l'accord de séparation conclu le 19 février 2007 et visant à dénouer les participations de Metrovacesa dans Gecina et celles de MM. Rivero et Soler dans Metrovacesa. Il résultait des termes de cet accord que les engagements pris par MM. Rivero et Soler caractérisaient une action de concert vis-à-vis de Gecina au sens de l'article L. 233-10 I du code de commerce. En conséquence, il apparaissait que MM. Rivero et Soler détenaient en réalité de concert, depuis le 27 novembre 2007, 33,16% du capital et des droits de vote de cette société. Le mécanisme relatif de l'OPRA conduisait en conséquence mécaniquement ces derniers à un franchissement en hausse de concert des seuils du tiers du capital et des droits de vote de Gecina. Faute de mentionner cette information dans le projet de note d'information de l'OPRA, les actionnaires de Gecina ne disposaient pas de l'information cohérente et complète requise dans le cadre de l'offre.

Par un arrêt du 24 juin 2008, la Cour d'appel de Paris a rejeté les recours en annulation formés à l'encontre de la décision de l'AMF de non-conformité de l'OPRA par la société Gecina, M. Rivero et M. Soler.

b) L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 24 juin 2008

La Cour d'appel de Paris confirme la décision attaquée en considérant que c'est à bon droit que l'AMF a retenu la qualification d'action de concert à l'encontre de MM. Rivero et Soler vis-à-vis de Gecina et tiré les conséquences qui s'imposaient. Les juges valident ainsi cette décision en ce qu'elle a déduit que la réalisation de l'OPRA conduisait nécessairement ces derniers, agissant de concert, à franchir

(73) ADAM : Association des actionnaires minoritaires.

(74) L'échange devait s'opérer sur la base d'une parité de 20,5 actions Medea pour 1 action Gecina apportée. Les actions Gecina ainsi rachetées avaient vocation à être annulées conformément aux dispositions des articles L. 225-204 et L. 225-207 du code de commerce.

(75) Les éléments et les circonstances ayant présidé à la décision de non-conformité rendue par l'AMF le 13 décembre 2007 concernant le projet d'offre publique de rachat d'actions de Gecina déposé le 22 novembre 2007 sont exposés dans le Rapport annuel de l'AMF 2007, page 130.

les seuils du tiers du capital et des droits de vote de Gecina, ce qui amenait MM. Rivero et Soler à devoir déposer un projet d'offre publique visant les actions Gecina en application des articles 234-2 et, le cas échéant, 234-5 du règlement général de l'AMF.

Elle souligne que c'est à juste titre que l'Autorité a retenu que les opérations réalisées en exécution de l'accord de séparation - lesquelles devaient être appréhendées de manière unitaire et globale - relevaient d'un comportement commun, solidaire et assorti de surcroît d'une dimension contraignante forte, entre ces personnes, en vue d'acquiescer et d'exercer des droits de vote de Gecina, étant observé que ces opérations successives ne pouvaient être exécutées sans une concertation mutuelle réitérée à chaque étape entre MM. Rivero et Soler. La Cour fait en outre sienne l'analyse de l'Autorité en ce qu'elle a estimé qu'au moins pendant la durée d'exécution de l'accord de séparation, MM. Rivero et Soler mettaient en œuvre solidairement une politique vis-à-vis de Gecina (étant précisé qu'il suffit, pour l'application des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce, que cette politique commune soit mise en œuvre temporairement).

La Cour a constaté qu'il était constant que, contrairement à la réalité, le projet de note d'information présentait MM. Rivero et Soler comme n'agissant pas de concert vis-à-vis de Gecina, présentation corroborée par des déclarations de franchissements de seuil des intéressées reçues par l'AMF le 5 décembre 2007. Dès lors, les actionnaires de Gecina ne disposaient pas de l'information cohérente et complète requise dans le cadre de l'offre publique de rachat qui leur était adressée et l'AMF a justement déclaré non conforme le projet d'OPRA présenté par la société Gecina.

La société Gecina, M. Rivero et M. Soler ont chacun déposé un pourvoi en cassation à l'encontre de l'arrêt du 24 juin 2008.

3 > La dérogation à offre publique visant les actions Grands Moulins de Strasbourg

L'Autorité des marchés financiers a été saisie d'une demande de dérogation de M. Leary, président-directeur général de la société Grands Moulins de Strasbourg (GMS), dans le cadre d'un projet de restructurations matérialisées par la création d'une nouvelle *holding* de contrôle (la société LFM à laquelle seraient apportés les titres de la société *holding* déjà existante Sofracal) et l'entrée progressive dans le capital de cette dernière de M. Bakri. Ayant constaté que ces restructurations ne remettaient pas en cause le contrôle majoritaire de GMS exercé par M. Leary, l'AMF a octroyé, le 22 novembre 2007, la dérogation sollicitée en application des articles 234-7, 234-8, 234-9 6°⁽⁷⁶⁾ et 234-10 de son règlement général.

Par un arrêt du 13 mai 2008, la Cour d'appel de Paris a rejeté le recours en annulation formé à l'encontre de cette décision par la société Moulins Soufflet, actionnaire de GMS. Elle a considéré que l'AMF avait opéré une exacte appréciation de la situation pour octroyer la dérogation sollicitée. L'Autorité a ainsi valablement relevé que M. Leary détenait précédemment, directement et indirectement par l'intermédiaire de Sofracal, la majorité du capital et des droits de vote de GMS et qu'il avait vocation à continuer à exercer après opérations, indirectement par l'intermédiaire des sociétés LFM et Sofracal, le contrôle majoritaire de la société GMS, étant observé que M. Leary demeurait l'unique gérant majoritaire de LFM et maintiendrait sa prédominance au vu des dispositions statutaires et extra-statutaires.

La Cour estime, en outre, que l'examen des circonstances, requis par l'article 234-8, alinéa 2 du règlement général⁽⁷⁷⁾, pour accorder une dérogation, ne porte pas sur les conditions financières de l'opération envisagée par le demandeur de la dérogation. La requérante n'est dès lors pas fondée à criti-

(76) L'article 234-9 6° prévoit que l'AMF peut accorder une dérogation dans les cas de détention de la majorité des droits de vote de la société par le demandeur ou par un tiers, agissant seul ou de concert.

(77) L'article 234-8 énonce que l'AMF peut accorder une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique si la ou les personnes concernées justifient auprès d'elle remplir l'une des conditions énumérées à l'article 234-9. L'AMF se prononce après avoir examiné les circonstances dans lesquelles le ou les seuils ont été ou seront franchis, la répartition du capital et des droits de vote et les conditions dans lesquelles, le cas échéant, l'opération a fait ou fera l'objet d'une approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la société visée.

quer la décision déferée sur une prétendue mauvaise appréciation de l'opportunité de la dérogation octroyée à raison de la valorisation des apports à LFM ou des conditions prévues des augmentations de capital au sein de LFM.

La société Moulins Soufflet a formé un pourvoi en cassation contre cet arrêt.

4 > L'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire : Hyparlo

Par décision du 2 juillet 2008, l'AMF a déclaré conforme le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire présenté par la société Hyparlo France SAS et visant les actions de la société Hyparlo SA.

Cette décision a été attaquée devant la Cour d'appel de Paris, ainsi que celle par laquelle l'AMF a prorogé la clôture de l'offre, compte tenu du rejet de la demande de sursis à exécution qui avait été présentée par les requérants.

Par arrêt du 3 décembre 2008, la Cour d'appel a déclaré ces deux recours irrecevables au motif que les requérants n'avaient pas démontré qu'ils avaient la qualité d'actionnaires à la date de la décision attaquée.

Par suite, l'offre publique de retrait a été clôturée le 12 décembre 2008 et le retrait obligatoire mis en œuvre le 15 décembre de la même année. Depuis, les requérants ont introduit devant la Cour d'appel de Paris un recours tendant à l'annulation de l'avis du 12 décembre 2008, lequel tire les conséquences de l'arrêt du 3 décembre en clôturant l'offre et fixant au 15 décembre la mise en œuvre du retrait obligatoire.

5 – Les aspects comptables

A – Crise financière et normes comptables : l'action de l'AMF

Dès la fin de l'année 2007, l'AMF a mis en place un suivi des problématiques comptables résultant de la crise financière liée aux *subprime*. Des réunions avec les principales institutions financières cotées ont été organisées pour identifier les problématiques rencontrées et étudier les réponses envisagées par ces émetteurs.

En avril 2008, le Forum de stabilité financière a émis un rapport comportant 67 recommandations dont trois concernent le normalisateur comptable international :

- > l'amélioration de l'information en annexe sur les instruments et les risques financiers⁽⁷⁸⁾ ;
- > la formation d'un panel d'experts (*Expert Advisory Panel*) chargé d'aider les préparateurs des comptes dans l'emploi du concept de juste valeur dans un contexte où les marchés sont illiquides ;
- > l'amélioration, à très brève échéance, des règles de consolidation et de l'information en annexe au titre des véhicules hors bilan.

Ce document a été accompagné par une publication du *Senior Supervisors Group* portant sur un format de présentation des investissements réalisés dans des actifs liés aux *subprime* permettant de fournir une information plus standardisée et plus complète sur les risques bruts, les mécanismes de garantie mis en place, etc. En France, ce document a été repris et développé par la Commission bancaire et l'AMF afin de proposer aux établissements financiers français des matrices de synthèse par type d'instruments financiers concernés.

(78) Travaux du *Senior Supervisors Group* (SSG), auxquels l'AMF a contribué, visant à définir un cadre de communication sur la crise financière avec cinq chapitres : CDO, Autres *subprime* et expositions, CMBS, Entités *ad hoc*, LBO. Le G7 a inscrit ce point dans ses priorités à mettre en œuvre dans un horizon de 100 jours (application aux comptes du 1^{er} semestre 2008). En France, le cadre SSG-FSF a fait l'objet de travaux menés par le secrétaire général de la Commission bancaire avec la FBF, des représentants d'établissements bancaires et de l'AMF.

L'AMF a également participé aux réflexions de l'*Expert Advisory Panel* mis en place en juin 2008 par l'IASB afin de proposer des guides d'application permettant de répondre aux problèmes rencontrés dans la mise en œuvre d'IAS 39 lorsque les marchés sont peu liquides.

L'AMF a aussi participé aux travaux de l'OICV et du CESR en réponse à la crise.

En France, le 15 octobre 2008, l'AMF, le Conseil national de la comptabilité, la Commission bancaire et l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles ont publié un communiqué de presse commun⁽⁷⁹⁾ sur les critères à prendre en compte afin de valoriser certains instruments financiers à la juste valeur, en particulier en l'absence de marché ou de conditions satisfaisantes de liquidité. Les quatre autorités ont insisté, notamment, sur l'utilisation des hypothèses développées par l'entreprise en l'absence de données de marché pertinentes. Ainsi, lorsque les marchés sont inactifs, l'utilisation d'hypothèses internes relatives aux flux de trésorerie futurs et de taux d'actualisation correctement ajustés des risques que prendrait en compte tout participant au marché (risque de contrepartie, de non-performance, de liquidité ou de modèle notamment) est justifiée. Ces ajustements doivent être pratiqués de manière raisonnable et appropriée, après examen de l'ensemble des informations disponibles.

Les autorités ont également évoqué la place des cotations de courtiers dans l'appréciation des informations disponibles, la place des transactions forcées dans la détermination de la juste valeur et enfin le rôle des prix de transactions observés sur un marché inactif.

Cette position est cohérente avec celle de l'*Expert Advisory Panel* dans son document du 30 octobre 2008 et avec le communiqué commun de la SEC et du *Financial Accounting Standards Board* (FASB) (*clarification on fair value accounting*) du 30 septembre. Enfin, aux Etats-Unis, le *FASB Staff Position* (FSP) N° 157-3 publié le 10 octobre confirme ces clarifications et y ajoute un exemple illustratif très utile pour l'appréciation de ces critères.

Les recommandations de l'AMF en vue de l'arrêté des comptes 2008, publiées le 30 octobre⁽⁸⁰⁾, ont mis l'accent sur les problématiques comptables résultant de la crise financière.

B – L'évolution de la réglementation comptable

1 > Les normes approuvées en 2008

Pour devenir exécutoire dans l'Union européenne, tout texte publié par l'IASB⁽⁸¹⁾ doit être adopté officiellement par la Commission européenne et publié au Journal officiel de l'Union européenne.

L'EFRAG⁽⁸²⁾, le comité technique chargé de conseiller le Comité de la réglementation comptable (ARC) et la Commission européenne pour l'adoption des normes IFRS, met à jour et publie sur son site internet un état du processus d'adoption.

Les normes, amendements des normes et interprétations qui ont fait l'objet d'une approbation par la Commission européenne au cours de l'année 2008 sont rappelés dans le tableau suivant :

(79) Communiqué conjoint CNC, CB, ACAM et AMF, disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Communiqués de presse ».

(80) Elles sont disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Textes de référence, accès par type, Recommandations ».

(81) IASB : *International Accounting Standards Board*.

(82) EFRAG : *European Financial Reporting Advisory Group*.

Les normes approuvées en 2008

	Date d'approbation	Date d'application
Normes et amendements de normes		
Amendement d'IAS 39 et d'IFRS 7 « Reclassement d'instruments financiers »	15 octobre 2008	Possibilité d'effet rétroactif si décision prise avant le 1 ^{er} novembre 2008
Amendement d'IAS 23 « Coûts d'emprunt »	10 décembre 2008	1 ^{er} janvier 2009 (application anticipée possible)
Amendement d'IFRS 2 « Paiement sur base d'actions : conditions d'acquisition et d'annulation »	16 décembre 2008	1 ^{er} janvier 2009 (application anticipée possible)
Amendement d'IAS 1 « Présentation des états financiers – présentation modifiée »	17 décembre 2008	1 ^{er} janvier 2009 (application anticipée possible)
Interprétations		
IFRIC 13 « Programmes de fidélisation de la clientèle »	16 décembre 2008	1 ^{er} janvier 2009 (application anticipée possible)
IFRIC 14 « IAS 19 limite de l'actif de couverture, obligations minimales de financement et leur interaction »	16 décembre 2008	1 ^{er} janvier 2009 (application anticipée possible)

Source : AMF

Le 13 octobre 2008, l'IASB a adopté un amendement à IAS 39 permettant une convergence avec le référentiel américain sur la question du reclassement de certains instruments financiers. Cet amendement est intervenu à la suite :

- > d'une part, de la demande européenne d'assouplissement des règles de reclassement de certains instruments financiers détenus dans les catégories comptables de *trading* et d'actifs disponibles à la vente (AFS), devenus illiquides, vers d'autres catégories comptables de détention à plus longue échéance, essentiellement en prêts et créances et instruments détenus jusqu'à échéance ;
- > et, d'autre part, de la reconnaissance officielle par l'IASB du caractère exceptionnel de la crise financière au 3^e trimestre 2008 et de la reconnaissance de l'existence de différences de traitement entre les normes IFRS et les normes US GAAP, puisque l'amendement à IAS 39 aboutit à faire converger les possibilités de reclassement permises par IAS 39 vers celles déjà autorisées par les normes US GAAP dans les textes FAS 65 et 115.

L'objectif de cet amendement est de permettre de sortir des portefeuilles de *trading book* (constitués essentiellement des activités issues de banque de marché) vers les portefeuilles de *banking book* (constitués des activités de prêts et de placement) certains actifs financiers devenus illiquides à la suite de la crise financière (ex. : prêts syndiqués) et de permettre un allègement en termes :

- > de contraintes comptables, puisque les dépréciations sont constatées sur un horizon de temps plus long après reclassement en « prêts et créances » justifiant la seule prise en compte du risque de crédit, et non de la situation instantanée des marchés ;
- > et de contraintes réglementaires, puisque les *ratios* réglementaires et les exigences de fonds propres sont mécaniquement plus faibles sur le *banking book* que sur le *trading book*.

Les reclassements ainsi rendus possibles sont destinés à permettre un meilleur rattachement des actifs devenus illiquides aux portefeuilles et catégories comptables les plus en phase avec les stratégies de détention des établissements bancaires appliquées à chacun de ces actifs. La crise de liquidité s'est traduite par des remises en cause des stratégies initiales de détention puisque, par exemple, les actifs

subprime, détenus initialement en vue de réaliser des profits à court terme, sont subitement devenus illiquides et leur maintien, en l'absence de cession faute d'acheteurs, dans les portefeuilles de transaction des banques crée des problèmes de valorisation à chaque arrêté des comptes avec la nécessité de mettre en œuvre des techniques de valorisation fondées sur un modèle (*mark-to-model*).

L'amendement est applicable à compter du 1^{er} juillet 2008, c'est-à-dire que les reclassements peuvent être réalisés avec effet rétroactif dès lors que la décision de reclassement a été prise avant le 1^{er} novembre 2008.

2 > Les projets en cours d'élaboration

Les normes et modifications de normes, ainsi que les interprétations publiées par l'IASB mais qui n'ont pas encore été endossées par l'Union européenne, sont rappelées dans le tableau suivant :

	Date de publication	Avis de l'EFRAG
Normes et amendements de normes		
IFRS 3 révisée « Regroupement d'entreprises »	10 janvier 2008	7 novembre 2008
IFRS 1 révisée « Première applicaiton des IFRS »	27 novembre 2008	prévu en avril 2009
Amendement d'IAS 27 « Etats financiers consolidés et individuels »	10 janvier 2008	7 novembre 2008
Amendement d'IAS 32 et d'IAS 1 « Instruments financiers remboursables au gré du porteur ou en cas de liquidation »	14 février 2008	16 mai 2008
Amélioration des IFRS	22 mai 2008	4 juillet 2008
Amendement d'IFRS 1 et d'IAS 27 « Coût d'un investissement dans une filiale, une coentreprise ou une entreprise associée »	22 mai 2008	21 juillet 2008
Amendement d'IAS 39 « Instruments financiers : éléments éligibles à une comptabilité de couverture »	31 juillet 2008	12 novembre 2008
Amendement d'IAS 39 « Reclassement d'instruments financiers : date d'application et dispositions transitoires »	27 novembre 2008	16 janvier 2009
Interprétations		
IFRIC 12 « Contrats de concession »	30 novembre 2006	23 mars 2007
IFRIC 15 « Construction de biens immobiliers »	3 juillet 2008	3 novembre 2008
IFRIC 16 « Couvertures d'un investissement net en devises »	3 juillet 2008	3 novembre 2008
IFRIC 17 « Distribution de dividendes en nature »	27 novembre 2008	prévu en avril 2009

Source : EFRAG

La norme IFRS 3 révisée en janvier 2008, l'interprétation IFRIC 12 (novembre 2006) et l'amendement d'IAS 27 « Etats financiers consolidés et individuels » de janvier 2008 ont fait l'objet de synthèses dans les éditions antérieures du Rapport annuel de l'AMF et ne sont pas reprises dans le présent document.

a) Amendement d'IFRS 1 « Première application des normes IFRS »

L'IASB a procédé à une réorganisation de la norme IFRS 1 afin de la simplifier. Le détail des exceptions et exemptions à l'application rétrospective des IFRS est renvoyé en annexe des comptes.

Le document a été publié le 27 novembre 2008.

La norme révisée est applicable à compter du 1^{er} juillet 2009. L'anticipation de son application est autorisée.

1

2

3

4

5

6

7

8

b) Amendement d'IAS 32 et IAS 1 « Instruments financiers remboursables au gré du porteur ou en cas de liquidation »

Cette modification d'IAS 32 et d'IAS 1 du 14 février 2008 autorise le classement en capitaux propres de certains instruments financiers qui, bien que remboursables au gré du porteur, sont équivalents à des actions ordinaires. Ces instruments correspondent, d'une part, à des instruments remboursables au gré du porteur à tout moment et, d'autre part, à des instruments qui ne sont remboursables qu'en cas de liquidation, lorsque celle-ci est certaine et n'interviendra pas à l'initiative de l'entité.

Pour que ce classement soit possible, les instruments considérés doivent répondre aux critères suivants :

- > donner droit à une quote-part de l'actif net de l'entité en cas de liquidation ;
- > faire partie de la classe d'instruments financiers la plus subordonnée ;
- > donner droit à un rendement qui n'est ni limité ni garanti.

Ces modifications ont un caractère obligatoire pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2009. Il est possible de les appliquer par anticipation.

c) Amélioration annuelle des IFRS

En 2007, l'IASB a pris la décision de procéder au regroupement de modifications jugées mineures des normes existantes au sein d'un seul document annuel.

Le premier document issu de cette nouvelle procédure a été finalisé le 22 mai 2008. Il comporte 35 amendements relatifs à 20 normes.

L'approbation de ces amendements par l'UE est prévue au premier trimestre 2009. Néanmoins, en application des dispositions rappelées ci-avant, certains amendements individuels sont susceptibles d'être appliqués par anticipation dans la mesure où ils ne sont pas en contradiction avec les normes en vigueur dans l'Union.

A l'inverse, les amendements suivants ne sont pas applicables par anticipation pour la clôture des comptes 2008, car ils ne sont pas compatibles avec les dispositions actuelles des normes approuvées par l'Union européenne. Il s'agit par exemple de :

- > IAS 23 « Coûts d'emprunt – Composants des coûts d'emprunt » ;
- > IAS 40 « Immeubles de placement – Comptabilisation des immeubles de placement en cours de construction ».

Les clarifications les plus significatives portent en particulier sur l'obligation de comptabiliser en résultat les frais de publicité et de promotion (sans possibilité de les différer jusqu'à la diffusion par exemple) et sur la présentation des produits d'intérêt distinctement des frais financiers.

Les dispositions de la plupart des amendements prévoient une application obligatoire aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2009. L'application obligatoire des amendements relatifs à la norme IFRS 5 est différée aux exercices ouverts à compter du 1^{er} juillet 2009.

d) Amendement d'IFRS 1 et IAS 27 « Coût d'un investissement dans une filiale, une coentreprise ou une entreprise associée »

Les modifications publiées le 22 mai 2008 portent sur les comptes individuels de la société mère. La détermination rétrospective, au moment de la première application des IFRS, du coût des investissements dans des filiales, des coentreprises et des entreprises associées n'est plus exigée. La société mère a désormais la possibilité de retenir soit la valeur nette comptable de ces investissements dans le référentiel comptable antérieur, soit la juste valeur déterminée à la date de transition.

Ces modifications ont un caractère obligatoire pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2009. Il est possible de les appliquer par anticipation.

e) Amendement d'IAS 39 « Éléments éligibles à une comptabilité de couverture »

Cet amendement du 31 juillet 2008 clarifie les conditions dans lesquelles il est possible de ne couvrir que certains types de risques ou une partie des flux de trésorerie d'un instrument financier. Sa portée est limitée aux couvertures par achat d'option et aux couvertures du risque inflation.

Lorsqu'une couverture est réalisée par achat d'une option, l'amendement interdit d'inclure la valeur temps de l'option dans l'analyse d'efficacité de la couverture. Cette valeur temps n'étant pas une composante identifiable de l'élément couvert, seule la valeur intrinsèque de l'option achetée doit être prise en compte. La valeur temps de l'option doit en conséquence affecter le compte de résultat.

Concernant le risque inflation, l'amendement précise qu'il est interdit de couvrir la composante inflation d'un instrument de dette à taux fixe. En effet, cette composante n'est pas identifiable séparément et ne peut être évaluée de façon fiable.

Cet amendement est applicable, de façon rétrospective, à compter du 1^{er} juillet 2009. Une application anticipée est autorisée.

f) Amendement d'IAS 39 et d'IFRS 7

L'IASB a publié, le 27 novembre 2008, une clarification portant sur la date d'entrée en vigueur et les dispositions transitoires de l'amendement du 13 octobre 2008 autorisant le reclassement d'actifs financiers. Cette modification précise qu'un reclassement ne peut être comptabilisé avec effet rétroactif au 1^{er} juillet 2008 que si la décision de le réaliser est intervenue avant le 1^{er} novembre 2008. Après cette date, les reclassements doivent être comptabilisés en date de réalisation.

g) IFRIC 15 « Construction de biens immobiliers »

L'interprétation, publiée le 3 juillet 2008, précise la manière et la date à laquelle les produits et les coûts associés à la construction et à la vente d'un bien immobilier doivent être comptabilisés. Elle propose une analyse de la nature du contrat en quatre étapes principales :

1/ identifier si le contrat est constitué d'un ou de plusieurs éléments séparables. En effet, il est fréquent que les contrats relatifs à des biens immobiliers englobent à la fois des prestations de service, des ventes de biens séparables et des contrats de construction proprement dits. Cette première étape est un préalable aux analyses proposées aux étapes suivantes ;

2/ évaluer si le contrat est un contrat de construction au sens d'IAS 11 ou un contrat entrant dans le champ d'application d'IAS 18. L'interprétation fournit de nouveaux indicateurs pour identifier les contrats auxquels IAS 11 s'applique. Ces contrats sont caractérisés par le fait que l'acheteur dispose de la faculté de spécifier les principaux éléments relatifs à la conception du bien ou qu'il soit en mesure d'imposer des modifications significatives alors que la construction a débuté. Lorsque ces conditions sont remplies, le contrat est comptabilisé à l'avancement ;

3/ distinguer les prestations de service de la vente de biens lorsque le contrat entre dans le champ d'application d'IAS 18. L'interprétation précise que le contrat porte sur une prestation de service lorsque l'entité n'acquière pas et ne fournit pas les matériaux nécessaires à la construction. En fonction du respect des critères d'IAS 18.20, cette prestation de service peut être comptabilisée à l'avancement (si le degré d'avancement peut être évalué de façon fiable) ou à l'achèvement ;

4/ analyser les conditions de transfert du contrôle de ces biens au bénéfice de l'acheteur, lorsqu'un contrat entrant dans le champ d'IAS 18 porte sur la vente de biens. Lorsque le transfert du contrôle et de l'essentiel des risques et avantages liés à la propriété du bien s'effectue de façon continue, au fur et à mesure de l'avancement de la construction, et si les autres critères d'IAS 18.14 sont remplis, le chiffre d'affaires peut être comptabilisé à l'avancement.

1

2

3

4

5

6

7

8

Cette interprétation est applicable, de façon rétrospective, à compter du 1^{er} janvier 2009. Une application anticipée est possible.

h) IFRIC 16 « Couvertures d'un investissement net en devises »

L'IFRIC a souhaité préciser qu'un instrument de couverture destiné à protéger l'entité contre le risque sur devise lié à un investissement dans une activité à l'étranger peut être porté par toute entité (société mère ou filiale) dont les comptes sont intégrés globalement dans la consolidation.

Selon l'IFRIC, la stratégie de couverture ne dépend pas de la méthode retenue pour consolider les entités du groupe (méthode par paliers de consolidation ou consolidation directe des filiales par la société tête de groupe).

L'interprétation, publiée le 3 juillet 2008, souligne également que le mécanisme de couverture peut porter sur la devise fonctionnelle, mais pas sur la devise de présentation des comptes si celle-ci est différente.

IFRIC 16 est applicable à compter du 1^{er} octobre 2008. Elle est d'application prospective. Une application par anticipation est cependant possible.

i) IFRIC 17 « Distribution de dividendes en nature »

L'IFRIC précise, dans son interprétation publiée le 27 novembre 2008, qu'un passif lié à l'obligation de payer un dividende doit être comptabilisé dès que la décision n'est plus sous le contrôle de l'entité. Ce passif doit être évalué initialement à la juste valeur de l'actif mis en distribution. Les variations de valeur de ce passif intervenant jusqu'à la date de distribution sont enregistrées par contrepartie des capitaux propres. A la date de paiement du dividende, l'actif est décomptabilisé et l'écart entre sa valeur nette comptable et sa juste valeur (correspondant au montant du passif) est comptabilisé en compte de résultat.

Les actifs mis en distribution entrent désormais dans le champ d'application de la norme IFRS 5.

Cette interprétation est d'application obligatoire à compter du 1^{er} juillet 2009. Il est possible d'anticiper son application (de façon prospective uniquement) à condition d'appliquer à partir de la même date les normes IFRS 3 et IAS 27 révisées, ainsi que la norme IFRS 5 amendée par cette interprétation.

3 > Le programme de travail de l'IASB

Le 11 septembre 2008, l'IASB et le FASB ont publié l'état d'avancement de leur programme de travail commun défini dans le *Memorandum of Understanding* (MoU) de 2006 dans le cadre de la convergence entre les normes IFRS et les normes américaines (US GAAP).

Le programme de travail mis à jour est le suivant :

	Dernier doc. publié	Date de publication estimée					Publication doc. final	Collob. IASB-FASB	
		T4 2008	T1 2009	T2 2009	S2 2009	2010		MoU	Commun
Nouvelles normes et projets majeurs									
Transactions sous contrôle commun							non défini		
Consolidation		ED			norme			x	x
Conditions de sortie d'actifs			ED		norme			x	x
Contrats d'émission					ED	norme			x
Guide sur la mesure de la juste valeur	DP			ED		norme		x	
Dettes et capitaux propres	DP				ED		2011	x	x
Présentation des états financiers	DP					ED	2011	x	x
Subventions d'Etat							suspendu		
IFRS pour les sociétés non cotées	ED		norme						
Impôts		ED				norme		x	x
Contrats d'assurance	DP				ED		2011		x
Contrats de location			DP			ED	2011	x	x
Dettes et provisions	ED				norme				
Commentaires du management	DP		ED		CG				
Avantages postérieurs à l'emploi	DP				ED		2011	x	
Reconnaissance des produits		DP				ED	2011	x	x
Amendements de normes									
Améliorations annuelles 2009 et 2010	ED			norme	ED	norme			
Activités abandonnées (IFRS 5)	ED			norme					x
Résultat par action (IAS 33)	ED				norme				x
Instruments financiers : amélioration des informations en annexe (IFRS 7)	ED		norme						
Première adoption des IFRS (IFRS 1) : exemptions supplémentaires	ED				norme				
Joint ventures	ED			norme				x	
Informations sur les parties liées (IAS 24)	ED	ED			norme				
Paiements en actions : plans de groupe réglés en numéraire (IFRS 2 ET IFRIC 11)	ED		norme						
Cadre de référence									
Phase A : objectifs et caractéristiques qualitatives	ED			finalisée					x
Phase B : éléments et reconnaissance					DP	ED	non défini		x
Phase C : évaluation					DP	ED	non défini		x
Phase D : entité de reporting	DP				ED		non défini		x
Projets de recherche									
Activités extractives		DP					non défini		
Instruments financiers : remplacement des normes existantes	DP						non défini	x	x
Actifs incorporels							non défini		

Source : IASB au 31 octobre 2008

DP : Discussion Paper ou document préparatoire
 ED : Exposure Draft ou exposé-sondage
 CG : Completed Guidance ou guide d'application

1

2

3

4

5

6

7

8

4 > Les principales décisions de rejet de l'IFRIC

Depuis 2007, les demandes d'interprétation de l'IFRIC font l'objet de conclusions provisoires publiées mettant un terme à l'analyse du problème par l'IFRIC ou recommandant la préparation d'une interprétation officielle. Cette procédure permet aux utilisateurs des normes de commenter les projets de conclusions. Les exemples des derniers mois montrent que ces commentaires sont susceptibles d'infléchir la conclusion initiale de l'IFRIC. Il est donc particulièrement important que les utilisateurs (émetteurs, auditeurs et analystes financiers) effectuent une veille sur les projets de l'IFRIC afin que leurs commentaires puissent être pris en compte *via* cette nouvelle procédure.

Les décisions de rejet « pour clarté » les plus importantes, intervenues au cours de l'année 2008, sont présentées ci-après.

a) IAS 17 « Modalités de répartition dans le temps de la charge relative à un actif loué »

Les paragraphes 33 et 34 de la norme IAS 17 indiquent, dans le cadre d'un contrat de location opérationnelle, que les paiements sont enregistrés en charges selon la méthode linéaire sauf si une autre approche systématique est plus représentative de l'usage dans le temps que pourra en faire l'utilisateur, et ce même lorsque les paiements sont échelonnés selon d'autres critères. Il a été demandé à l'IFRIC de préciser quelles autres approches systématiques pourraient être utilisées.

La réponse donnée en septembre 2008 par l'IFRIC reconnaît que les normes IAS 16 et IAS 38 prévoient, elles aussi, l'usage d'approches alternatives, mais celles-ci s'appuient sur une formulation qui met l'accent sur la façon dont les avantages économiques futurs liés à l'actif vont pouvoir bénéficier à l'entité. L'IFRIC a considéré qu'il était difficile de concevoir une approche différente de la méthode linéaire pour refléter le temps qui passe.

L'IFRIC a donc estimé qu'il était peu probable que des pratiques divergentes puissent se développer sur cette base.

b) IAS 32 « Coûts de transaction venant en diminution des capitaux propres »

Le paragraphe 37 de la norme IAS 32 prévoit que certains coûts de transaction puissent être enregistrés en diminution des capitaux propres et non en charges, à l'occasion d'une émission de capital ou d'un achat d'actions propres. Il faut que lesdits coûts soient des coûts marginaux directement attribuables à la transaction portant sur les capitaux propres. La question posée à l'IFRIC portait sur la signification des termes « marginaux » et « directement attribuables ». Elle évoquait également la problématique examinée au paragraphe 38 d'IAS 32 qui exige d'allouer ces coûts lorsqu'une opération comporte à la fois des actions nouvelles et des actions existantes.

La réponse donnée en septembre 2008 par l'IFRIC souligne que les coûts marginaux directement attribuables à une transaction portant sur les capitaux propres ne peuvent porter que sur l'émission d'actions nouvelles ou l'acquisition d'actions existantes. L'IFRIC reconnaît que l'analyse d'une transaction comportant une émission d'actions nouvelles, mais qui serait réalisée dans le cadre d'une introduction en bourse par exemple, requiert le « jugement » du management.

L'IFRIC a cependant estimé que la norme apportait suffisamment d'indications pour que ce jugement puisse être exercé.

c) IAS 39 « Valorisation d'instruments financiers qui subissent des restrictions temporaires de transaction »

Il a été demandé à l'IFRIC si l'existence d'une restriction temporaire, qu'elle soit contractuelle, réglementaire ou légale, qui interdirait la cession d'une action durant une certaine période, justifiait de constater une décote par rapport au prix de marché lors de la valorisation de cet instrument. Une telle situation peut être rencontrée, par exemple, par un fonds ou un actionnaire de référence à qui la réglementation boursière va imposer une période de *lock-up* à l'issue d'une introduction en bourse.

L'IFRIC a rappelé, en novembre 2008, que les bases d'application d'IAS 39 traitent cette problématique et indiquent que la valeur de marché d'un actif échangé sur un marché actif ne doit pas être corrigée pour tenir compte de restrictions qui seraient propres au détenteur de cet actif.

d) IFRIC 14 « Hypothèse de stabilité de l'effectif »

La norme IAS 19 limite la valeur de l'actif qu'une entité peut comptabiliser lorsqu'un plan à prestations définies est excédentaire. Cet excédent est limité à la valeur des remboursements ou des réductions futures de cotisations auxquels l'entité a droit.

L'interprétation IFRIC 14 précise comment déterminer l'excédent qui peut être reconnu comptablement. En particulier concernant les réductions futures de cotisations, IFRIC 14 indique qu'elles doivent être obtenues par différence entre les coûts de service futurs et l'exigence minimale de financement. Cette différence est calculée année par année et non évaluée globalement sur la durée résiduelle du plan. Afin d'évaluer les coûts de service futurs, IFRIC 14 impose de considérer que le personnel restera constant, sauf si l'entité a pris la décision ferme et irrévocable, avant la date d'évaluation, de procéder à une restructuration ou tout autre forme de réduction d'effectif. Il était demandé à l'IFRIC de confirmer la convention d'évaluation imposée par IFRIC 14, celle-ci pouvant avoir pour conséquence de sous-évaluer les réductions futures de cotisations.

L'IFRIC, en novembre 2008, a répondu que cette problématique avait déjà été considérée lors de la publication d'IFRIC 14. En conséquence, il n'y a pas lieu de revenir sur la décision prise initialement.

C – Les recommandations comptables

1 > Les recommandations sur les référentiels utilisés par les émetteurs

Le 12 février 2008, l'AMF a publié un communiqué de presse invitant les émetteurs à suivre la recommandation de l'OICV, publiée le 6 février, sur la transparence en matière de référentiel comptable utilisé.

Du fait de la convergence des référentiels comptables mondiaux, une ambiguïté peut exister quant à la conformité de certains référentiels comptables par rapport aux normes IFRS. L'OICV a donc recommandé aux sociétés cotées préparant leurs comptes sur la base d'un référentiel IFRS modifié ou adapté de faire figurer dans leurs notes annexes cinq informations :

- > une mention claire du référentiel comptable utilisé ;
- > une description des politiques comptables utilisées portant sur les sujets clés ;
- > une indication du lieu où ce référentiel comptable peut être consulté ;
- > une déclaration précisant que les états financiers sont conformes au référentiel IFRS élaboré par l'IASB, si tel est le cas ;
- > et une explication des différences entre le référentiel utilisé et les IFRS de l'IASB, si tel est le cas.

Pour les émetteurs français, l'AMF a précisé que les mentions suivantes pouvaient être faites en annexe :

- > indication de la conformité des états financiers au référentiel IFRS tel qu'adopté par l'Union européenne ;
- > référence du site internet de la Commission européenne où ce référentiel est disponible ;
- > lorsque c'est le cas, une indication de la conformité des états financiers au référentiel IFRS élaboré par l'IASB ;
- > et dans le cas contraire, une mention explicite que les états financiers ne sont pas conformes au référentiel IFRS élaboré par l'IASB et une description narrative des différences entre les principes utilisés et les IFRS publiés par l'IASB.

1

2

3

4

5

6

7

8

2 > Les recommandations de l'AMF en vue de l'arrêté des comptes 2008

Comme chaque année, l'AMF a émis une série de recommandations en vue de la préparation de l'arrêté des comptes⁽⁸³⁾. L'objectif de ces recommandations est d'améliorer la qualité de l'information produite et présentée au marché en attirant l'attention des préparateurs, des auditeurs et des utilisateurs sur un certain nombre de thématiques.

Ces recommandations sont des rappels des exigences posées par les normes comptables internationales, qui sont adoptées au niveau européen au moyen d'un règlement publié au Journal officiel de l'Union européenne qui les rend, de ce fait, applicables directement en droit français et de façon obligatoire aux comptes consolidés des émetteurs dont les titres sont inscrits à la négociation sur un marché réglementé.

Les recommandations 2008 suivent trois axes :

- > insister sur les sujets nouveaux (enseignements de la première application de la norme IFRS 7 sur les risques liés aux instruments financiers, IFRS 8 sur l'information sectorielle et autres nouvelles normes et interprétations) ;
- > insister sur les sujets d'actualité (IAS 39 sur la comptabilisation et l'évaluation des instruments financiers, IAS19 sur la comptabilisation des avantages accordés aux salariés, IAS 36 sur la dépréciation des actifs, IAS 1 sur la présentation des états financiers) ;
- > insister sur des sujets récurrents (IFRS 3 regroupements d'entreprises, IAS 27 consolidation, IFRS 5 actifs non courants destinés à être cédés).

Les recommandations de l'AMF évoquent plus particulièrement les conséquences de la crise financière (tant au titre des instruments financiers qu'en termes d'incidence sur la valorisation d'autres postes importants du bilan).

Pour répondre à une demande forte de la part des sociétés, ces recommandations ont été publiées fin octobre de façon à ce qu'elles soient connues suffisamment tôt pour être prises en compte dans les meilleures conditions possibles.

D – Les publications de l'AMF en matière comptable

1 > L'étude sur l'information financière du 3^e trimestre

L'article L. 451-1-2 III du code monétaire et financier prévoit que les émetteurs dont les titres de capital ou de créances sont admis aux négociations sur un marché réglementé publient et déposent auprès de l'Autorité des marchés financiers un rapport financier semestriel dans les deux mois qui suivent la fin du premier semestre de l'exercice.

Ce rapport financier semestriel comprend :

- > des comptes condensés pour le semestre écoulé ;
- > un rapport semestriel d'activité ;
- > une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité de ces documents ;
- > le rapport des commissaires aux comptes.

L'AMF a analysé la façon dont les dispositions de l'article L. 451-1-2 III du code monétaire et financier ont été appliquées lors de la première présentation de cette information financière, à savoir au titre du 1^{er} semestre 2008. Cette étude, publiée le 7 avril 2008, a été réalisée sur la base du même échantillon que celui retenu lors de l'étude sur l'information trimestrielle publiée en avril 2008 (CAC 40 + 40 émetteurs du NEXT 20, MID 100, SMALL 90), plus un panel européen de 21 émetteurs de l'Euro Stoxx 50.

(83) Ces recommandations sont disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Textes de référence, accès par type, Recommandations ».

L'ensemble des émetteurs du panel ont publié leur rapport financier semestriel dans les délais et ont choisi de présenter leurs comptes sous une forme condensée.

On observera toutefois que le délai de deux mois est considéré par les VaMPs⁽⁸⁴⁾ comme trop contraignant.

Le contenu de ces rapports était globalement conforme aux exigences réglementaires, même si les rapports semestriels d'activité, qui sont l'une des composantes du rapport financier semestriel, ne contenaient toutes les informations requises que dans la moitié des situations, à savoir :

- > les événements importants survenus pendant les six premiers mois de l'exercice et leur incidence sur les comptes semestriels ;
- > une description des principaux risques et des principales incertitudes pour les six mois restants de l'exercice ;
- > les principales transactions entre parties liées.

En outre, on retiendra que 14% des émetteurs n'ont pas fourni la déclaration du responsable et 7% n'ont pas publié le rapport des commissaires aux comptes.

Enfin, 78% des émetteurs ont profité de la publication du rapport financier semestriel pour faire un commentaire sur leurs informations financières prospectives.

2 > Les publications de l'AMF sur les questions relatives au commissariat aux comptes

L'AMF publie tous les ans une étude relative aux honoraires versés aux commissaires aux comptes dans le but de mesurer :

- > le positionnement relatif des principaux cabinets ;
- > l'évolution de la part respective des honoraires revenant à l'audit et aux autres prestations que l'audit.

L'étude réalisée au titre de 2007 et publiée le 10 juillet 2008 pour les groupes du CAC 40⁽⁸⁶⁾ a permis d'effectuer cinq constats principaux :

- > une légère baisse des honoraires globaux versés ;
- > une légère baisse des honoraires versés au titre des diligences directement liées à la mission d'audit ;
- > une hausse des honoraires versés au titre des prestations autres que l'audit ;
- > certaines situations de co-commissariat faisant ressortir un poids relatif très différent ;
- > une confirmation de la tendance à la concentration de la profession comptable.

E – Les relations entre l'AMF et le Haut conseil du commissariat aux comptes

Le Haut conseil du commissariat aux comptes (H3C) a pour principales missions :

- > d'assurer la surveillance de la profession de commissaire aux comptes ;
- > et de veiller au respect de la déontologie et, notamment, de l'indépendance des commissaires aux comptes.

Dans ce cadre, il est chargé :

- > d'organiser les contrôles de l'activité des professionnels ;
- > d'émettre un avis sur le code de déontologie de la profession ;
- > d'émettre un avis sur les normes d'exercice professionnel ;
- > d'identifier et de promouvoir les bonnes pratiques professionnelles ;
- > de définir et de superviser les orientations et le cadre des contrôles périodiques.

(84) Valeurs moyennes et petites.

(86) L'étude sur les honoraires versés aux commissaires aux comptes et à leur réseau au titre de la période 2007 par les groupes du CAC 40 est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Publications > Etudes et analyses ».

Le H3C, qui est composé de 12 membres parmi lesquels figure le président de l'AMF ou son représentant, est également l'organe d'appel des chambres régionales en matière disciplinaire et en matière d'inscription.

1 > Le contrôle de l'activité des professionnels

Le Haut conseil définit le cadre, les orientations et les modalités des contrôles périodiques auxquels sont soumis les commissaires aux comptes. Ces contrôles sont ensuite réalisés par la Compagnie nationale ou les compagnies régionales des commissaires aux comptes. Lorsque les contrôles effectués par la Compagnie nationale touchent des sociétés faisant appel public à l'épargne, l'AMF apporte son concours au contrôle qualité en prenant part, le cas échéant, aux réunions au cours desquelles les constats des délégués rapporteurs sont discutés avec les commissaires aux comptes contrôlés. A l'issue de ces réunions, la conclusion du contrôle qualité mentionne les observations faites par l'AMF. Le H3C définit les orientations de ces contrôles, leur cadre et leurs modalités, supervise leur mise en œuvre et leur suivi. Il veille à leur bonne exécution dans les conditions garantissant l'indépendance des fonctions de contrôle et de sanction du Haut conseil.

Depuis mi-2007, il existe au sein du Haut conseil un corps de contrôleurs indépendants composé de professionnels n'exerçant pas en cabinet et chargé de réaliser les contrôles des cabinets détenant des mandats d'entités d'intérêts publics (EIP). Neuf contrôleurs ainsi qu'un directeur ont été recrutés pour effectuer ces contrôles.

Sur la période considérée, 30 cabinets ont fait l'objet d'un contrôle, ce qui représente environ 30% de mandats de sociétés faisant appel public à l'épargne.

2 > Les avis sur les normes d'exercice professionnel

Dans le cadre de l'homologation des normes d'exercice professionnel par le garde des Sceaux, le Haut conseil a émis au cours l'année 2008 sept avis sur des projets de normes d'exercice professionnel relatives aux diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes. Ces normes ont ensuite été homologuées par arrêté du garde des Sceaux.

Normes 2008	Avis du H3C	Homologation	Publication au JO
Attestations entrant dans le cadre de diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes	3 mars	20 mars	23 mars
Audit entrant dans le cadre de diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes	3 mars	20 mars	23 mars
Examen limité entrant dans le cadre de diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes	3 mars	20 mars	23 mars
Consultations entrant dans le cadre de diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes	28 juillet	1 ^{er} août	9 août
Constats à l'issue de procédures convenues avec l'entité entrant dans le cadre de diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes	28 juillet	1 ^{er} août	9 août
Prestations entrant dans le cadre de diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes rendues lors de l'acquisition d'entités	28 juillet	1 ^{er} août	9 août
Prestations entrant dans le cadre de diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes rendues lors de la cession d'entreprises	28 juillet	1 ^{er} août	9 août

Le Haut conseil a également rendu neuf avis sur des saisines individuelles concernant des questions relatives à la déontologie.

F – Le Conseil national de la comptabilité et l'Autorité des normes comptables

En 2008, la réforme du dispositif français de normalisation comptable s'est poursuivie. Les principaux objectifs de cette réforme sont de faire évoluer le Conseil national de la comptabilité (CNC) et de moderniser les méthodes de travail des pouvoirs publics dans le domaine de la comptabilité.

Une première étape, concrétisée par la parution du décret n° 2007-629 du 27 avril 2007, a permis la mise en place d'un CNC rénové.

Une seconde étape sera finalisée par la création de l'Autorité des normes comptables (ANC) qui aura à la fois des prérogatives de l'actuel CNC et celles du Comité de la réglementation comptable (CRC).

L'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 a ainsi fusionné le CNC et le CRC en créant l'ANC dont l'objectif est de doter la France d'une institution capable de mobiliser l'ensemble des compétences françaises pour peser dans les débats internationaux, particulièrement dans ceux relatifs aux normes comptables internationales élaborés par l'IASB.

Les missions de l'ANC sont de trois types :

- > édicter les prescriptions comptables générales et sectorielles auxquelles sont soumises les personnes physiques ou morales établissant des documents comptables conformes aux normes de la comptabilité privée ;
- > donner un avis sur tout projet de texte contenant des dispositions de nature comptable élaboré par les autorités nationales et émettre des avis sur les projets de normes internationales ;
- > assurer la coordination et la synthèse des travaux théoriques et méthodologiques conduits en matière comptable et formuler notamment des recommandations dans ce domaine.

L'ANC comprendra trois types de formations : un Collège de 16 membres, des commissions spécialisées et un comité consultatif. Le Collège exercera les missions de l'Autorité des normes comptables. Il sera composé de :

- > trois hauts magistrats (un représentant du Conseil d'Etat, un représentant de la Cour de cassation et un représentant de la Cour des comptes) ;
- > représentants de trois régulateurs (Autorité des marchés financiers, Commission bancaire et Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles) ;
- > huit personnes nommées à raison de leur compétence économique et comptable ;
- > un représentant des organisations syndicales représentatives des salariés nommés par le ministre de l'Economie ;
- > et le président du Collège, qui sera nommé par décret et choisi en raison de ses compétences économiques et comptables.

Un commissaire du Gouvernement siège sans voix délibérative auprès des différentes formations de l'Autorité des normes comptables et il peut demander une seconde délibération au Collège.

Les règlements de l'ANC sont soumis à une homologation par arrêté ministériel du ministre de l'Economie, après avis du ministre du Budget et du ministre de la Justice.

L'ordonnance modifie plusieurs dispositions du code de commerce (notamment le dernier alinéa de l'article L. 123-15, la première phrase de l'article L. 123-16, le dernier alinéa de l'article L. 233-20) afin d'assurer la coordination de ces dispositions avec la compétence de l'Autorité des normes comptables d'édicter les prescriptions comptables par un règlement (classement du bilan, du compte de résultat, information en annexe, pour les comptes sociaux et les comptes consolidés).

1

2

3

4

5

6

7

8

CHAPITRE 4

Les prestataires de services, les produits d'épargne et les infrastructures de marché

1 – L'action de l'AMF en 2008	149
2 – Les chiffres clés et le bilan de l'activité des acteurs de la gestion d'actifs en 2008	161
3 – Les chiffres clés et le bilan de l'offre de gestion collective en 2008	165
4 – L'évolution des infrastructures de marché	175

L'AMF agréée, réglemente et contrôle les sociétés de gestion ; elle participe à l'agrément, à la réglementation et au contrôle des autres prestataires de services d'investissement et des infrastructures de marché (entreprise de marché, chambre de compensation, dépositaire central) ; elle réglemente et contrôle les conseillers en investissements financiers par l'intermédiaire de leurs associations professionnelles. Elle agréée et surveille les OPCVM et autres produits d'épargne collective et en surveille la commercialisation, notamment en vérifiant la qualité de l'information diffusée.

Dans l'exercice de cette mission, elle doit protéger les investisseurs tout en permettant à l'industrie des services financiers de se développer dans un contexte d'internationalisation accrue de la concurrence.

Après 2007, année de la réflexion, 2008 est l'année de la mise en œuvre de la démarche « Pour une meilleure régulation » : les réformes des procédures d'agrément des OPCVM, élaborées en 2007 en concertation avec la Place, sont entrées en vigueur dès le début de l'année 2008. Elles ont pour objectif de favoriser la responsabilisation des acteurs tout en accroissant l'efficacité du contrôle exercé par l'AMF. Leur première application concrète s'est traduite par une plus grande efficacité des procédures d'agrément.

La rationalisation des procédures a permis aux équipes opérationnelles de rééquilibrer le temps alloué à l'analyse de la demande d'agrément au profit du suivi des OPCVM qui comprend deux volets. Le premier consiste en un processus d'externalisation de la doctrine de l'AMF. Le second permet aux équipes opérationnelles d'examiner les anomalies détectées sur les produits, et de surveiller leurs conditions de commercialisation ainsi que celles des titres placés en direct et des produits structurés.

L'adaptation des règles issues de la transposition de la directive MIF s'est poursuivie en 2008 essentiellement au niveau des acteurs, qu'ils soient sociétés de gestion de portefeuille ou prestataires de services d'investissement mais également conseillers en investissements financiers.

Enfin, l'année 2008 est marquée par la crise financière qui a particulièrement affecté la gestion d'actifs. Le rôle du régulateur à cet égard a notamment consisté à veiller à la bonne information des porteurs ainsi qu'au respect de leurs intérêts et à leur égalité de traitement.

Dans ce contexte, l'industrie de la gestion collective française a évolué en 2008 de la manière suivante :

- > les encours bruts des OPCVM s'élevaient à 1 246,4 milliards d'euros au 31 décembre 2008, contre 1 415 milliards au 31 décembre 2007 ;
- > le nombre d'OPCVM est passé de 12 063 à fin décembre 2007 à 12 293 à fin décembre 2008 ;
- > les créations d'OPCVM sont en légère diminution avec 1 279 OPCVM nouveaux en 2008 contre 1 360 OPCVM en 2007 ;
- > le nombre de sociétés de gestion est passé de 568 entités à 571 entités au 31 décembre 2008. Le nombre de créations s'est stabilisé en passant de 52 créations en 2007 à 50 créations en 2008.

1

2

3

4

5

6

7

8

Tableau 1 : état récapitulatif de l'activité de gestion collective en 2008

	Les décisions	2004	2005	2006	2007	2008	
Sociétés de gestion/OPCVM	Agréments de société de gestion	68	37	42	52	50	
	Usage du passeport européen dans un autre Etat de l'Espace économique européen						
	Libre établissement	1	4	6	5	3	
	Libre prestation de services	47	23	70	47	93	
	Usage du passeport européen en France						
	Libre établissement	0	0	1	1	1	
	Libre prestation de services	15	11	10	8	5	
	OPCVM créés*	1 117	1 165	1 458	1 360	1 279	
	OPCVM agréés dont :	937	1 074	1 247	1 124	1 082	
	- SICAV	13	19	27	63	28	
	- FCP à vocation générale	689	797	933	768	757	
	- FCPR	51	41	46	58	96	
	- FCPE	174	214	240	231	191	
	- FCIMT	10	3	1	4	10	
	OPCI agréés dont :	NA	NA	NA	12	50	
- SPPICAV	NA	NA	NA	12	50		
- FPI	NA	NA	NA	0	0		
OPCVM contractuels déclarés	0	26	129	119	126		
FCPR à procédure allégée déclarés	31	65	82	117	196		
Nombre d'agréments de transformation d'OPCVM	6 745	7 700	6 701	4 281	2 663		
Nombre d'autorisations pour les OPCVM européens**	254	341	777	885	838		
Nombre de visas de FCC & compartiments	6	6	4	6	10		
Autres véhicules d'investissement	Nombre de visas de SCPI dont :	31	37	23	31	19	
	- ouvertures au public	8	6	9	11	6	
	- augmentations de capital	10	11	11	10	11	
	- changements de prix, mises à jour de notes d'information	13	20	3	10	2	
	Nombre de visas de SOFICA dont :	18	29	13	14	12	
	- constitutions	11	12	10	11	10	
	- augmentations de capital	7	17***	3	3	2	
	Nombre de visas de SOFIPECHE dont :	8	2	0	1	0	
	- constitutions	8	2	0	0	0	
	- augmentations de capital	0	0	0	1	0	

Source : AMF

* Les créations comprennent les agréments et les déclarations d'OPCVM.

** Ou compartiments d'OPCVM.

*** Dont 14 visas complémentaires.

1 – L'action de l'AMF en 2008

A – L'impact de la crise financière sur la gestion d'actifs

L'année 2008 a vu se prolonger et s'intensifier les effets de la crise de l'été 2007, avec de brusques tensions dans le domaine de la gestion d'actifs. Le début de l'année a été marqué par les mauvaises performances boursières des moyennes capitalisations. En septembre, la faillite de Lehman Brothers ainsi que les difficultés croissantes rencontrées par de plus en plus de *hedge funds* ont eu un impact important sur la gestion alternative y compris en France.

Lehman Brothers, en tant que *prime broker*, assurait la sous-conservation de tout ou partie des actifs d'un nombre limité d'OPCVM de gestion alternative de droit français, sur délégation contractuelle expresse du dépositaire. Aux termes de la réglementation française, le dépositaire a l'obligation de restituer les instruments financiers inscrits en compte dans ses livres, y compris lorsque la conservation des actifs a été déléguée à un tiers. Les différents intervenants (sociétés de gestion d'un côté et dépositaires de l'autre) n'étant pas parvenus à un accord rapide, le Collège de l'AMF a prononcé en novembre et décembre 2008 des injonctions à l'encontre de deux dépositaires français. Ces injonctions ont été contestées devant la Cour d'appel par les dépositaires à la fois sur le principe de leur responsabilité et sur la détermination des actifs à restituer. Seuls quatre OPCVM sont concernés pour un encours de 50 millions d'euros. Par décisions en date du 8 avril 2009, la Cour d'appel a rejeté les recours formés par les dépositaires, confirmant ainsi les injonctions de l'AMF et réaffirmant la responsabilité des dépositaires quant à la restitution des actifs.

Enfin, la forte détérioration de la liquidité de certains marchés a conduit une part importante de fonds alternatifs détenus par des OPCVM de fonds alternatifs à restreindre leurs conditions de rachat par un ou plusieurs moyens suivants :

- > en activant des clauses d'échelonnement des rachats (*gates*) ;
- > en cantonnant une partie de leurs actifs (*side pockets*) ;
- > ou encore en espaçant la publication de leurs valeurs liquidatives.

En conséquence, la liquidité des OPCVM de fonds alternatifs a pu s'en trouver déséquilibrée car, tout en restant contraints d'honorer les demandes de rachat de leurs porteurs, ils ne pouvaient plus sortir rapidement des fonds alternatifs dans lesquels ils avaient investis.

Dans ce contexte agité et face aux difficultés rencontrées par certains fonds de gestion alternative et sociétés de gestion de portefeuille, l'AMF a autorisé les sociétés de gestion de portefeuille à prendre des mesures exceptionnelles (mise en place de *gates*, changement de périodicité de valeur liquidative) pour gérer la liquidité des OPCVM et protéger au mieux les investisseurs.

Dans tous les cas qu'elle a eu à traiter, l'AMF a veillé à l'information et à la protection des droits des épargnants :

- > l'information des épargnants : la première préoccupation de l'AMF a été de s'assurer que les sociétés de gestion dont les fonds rencontraient des difficultés informaient correctement leurs porteurs des décisions qu'elles devaient prendre en fonction de leur analyse de la situation (suspension temporaire, clause de rééchelonnement, cantonnement des actifs, liquidation, etc.) ;
- > l'égalité de traitement des porteurs : l'AMF s'est également attachée à ce que les sociétés de gestion agissent dans l'intérêt exclusif de leurs porteurs et respectent le principe de l'égalité de traitement des porteurs. Elle se réserve le droit de vérifier *a posteriori* que ces principes ont bien été respectés.

Cette crise d'une ampleur exceptionnelle pose la question de la responsabilité des acteurs qui devra être mieux encadrée.

1

2

3

4

5

6

7

8

B – Le dispositif mis en place encadrant les ventes à découvert

En raison des circonstances exceptionnelles de marché, le Collège de l'AMF a mis en place le 19 septembre 2008 un dispositif provisoire encadrant les ventes à découvert des titres du secteur financier français⁽¹⁾.

Le dispositif adopté à l'origine pour une durée de trois mois comportait notamment l'interdiction des ventes sans détention préalable des titres et l'obligation de transparence sur les positions économiques nettes à la baisse supérieures à 0,25% du capital des sociétés concernées.

Un groupe de travail, présidé par Marie-Ange Debon et Jean-Pierre Hellebuyck, membres du Collège de l'AMF, a été chargé d'élaborer des propositions en vue de la mise au point du dispositif permanent futur pour l'ensemble des titres cotés. Le groupe de travail, composé de représentants des émetteurs, des investisseurs, des intermédiaires financiers, des pouvoirs publics et de l'entreprise de marché, a procédé à l'audition de nombre des acteurs intéressés.

Le 18 décembre, le Collège de l'AMF a décidé de reconduire le dispositif provisoire dans l'attente des propositions du groupe de travail et des résultats des travaux de coordination en cours au sein du CESR et de l'OICV.

Le rapport du groupe de travail, publié le 23 février 2009⁽²⁾, ainsi que des propositions complémentaires formulées par le Collège ont fait l'objet d'une consultation publique jusqu'au 10 avril 2009.

C – L'impact de « l'affaire Madoff » sur la gestion d'actifs

Mi-décembre, la révélation d'une gigantesque escroquerie aux Etats-Unis, à l'origine de laquelle se trouvait Bernard Madoff, a eu des répercussions importantes en Europe. Les services de l'AMF se sont mobilisés dès l'annonce de cette fraude massive et ont pris contact avec les sociétés de gestion afin d'en évaluer l'impact sur les porteurs de parts. Très rapidement, l'AMF a été en mesure d'annoncer que l'exposition au « risque Madoff » des OPCVM français s'élevait à environ 500 millions d'euros⁽³⁾ et concernait plus d'une centaine d'entre eux ayant investi dans des fonds essentiellement européens directement ou indirectement gérés par Madoff.

L'AMF a également établi que la quasi-totalité de cette exposition ne concernait pas le grand public, 92% de l'exposition se concentrant sur des OPCVM destinés à des investisseurs qualifiés et 8% du risque concernant des OPCVM distribués au grand public.

Elle a demandé à toutes les sociétés de gestion dont les fonds étaient concernés de prévenir sans délai leurs clients de façon individuelle et de diffuser également l'information sur leur site internet. Elle a veillé à ce que ces instructions soient suivies d'effet.

Compte tenu de ces circonstances exceptionnelles, l'AMF a publié une recommandation afin de guider les sociétés de gestion dans la mise en œuvre des solutions qu'elles jugeaient les plus appropriées afin d'évaluer l'impact de l'affaire Madoff et de valoriser correctement leurs actifs (suspension des souscriptions-rachats, cantonnement des actifs touchés dans une *side-pocket*, décote des lignes affectées). L'AMF a rappelé aux sociétés de gestion que leurs décisions devaient être guidées par l'intérêt exclusif des porteurs de parts et le respect du principe d'égalité de traitement entre ces porteurs.

(1) Communiqués de presse AMF des 19 et 22 septembre 2008 disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Communiqués de presse ».

(2) Ce rapport est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Publications > Rapports de groupes de travail ».

(3) Les épargnants résidant en France peuvent être également concernés par cette affaire au travers d'OPCVM étrangers, directement (libre prestation de services) ou indirectement (unités de compte de contrats d'assurance français ou étrangers).

D – La prise en compte de la diversité des situations et l'amélioration du traitement opérationnel des dossiers

Le groupe de travail sur les prestataires de services d'investissement de petite taille

L'objectif de ce groupe de travail était d'alléger les exigences réglementaires de l'AMF en matière d'organisation des prestataires d'investissement de petite taille. Les conclusions de ce groupe de travail ont été rendues en fin d'année. Une série de mesures d'allègement ont ainsi été prises afin de ne pas leur imposer des obligations disproportionnées par rapport à leurs activités et de faciliter leurs relations avec le régulateur.

Les recommandations formulées par ce groupe de travail et présentées aux différentes associations professionnelles ont plus particulièrement porté sur le contenu des programmes d'activité, la conformité, le contrôle interne ou encore le contrôle des risques.

E – La poursuite de la mise en œuvre de la « meilleure régulation »

1 > La simplification des procédures d'agrément des OPCVM...

Dès le mois de janvier, les premiers OPCVM ont pu bénéficier d'une procédure d'agrément simplifiée⁽⁴⁾ et accélérée (huit jours ouvrés). Cette procédure, ouverte à tous les OPCVM d'une même société de gestion similaires à un OPCVM déjà agréé par l'AMF depuis moins de 18 mois, permet aujourd'hui de traiter de manière rapide, simple et efficace près du quart des demandes d'agrément initial d'OPCVM à vocation générale et d'épargne salariale.

A compter du mois de février, les procédures internes de traitement des demandes d'agrément d'OPCVM ne bénéficiant pas de ce nouveau régime ont également été renouvelées. Le recentrage des diligences réalisées par l'AMF a été accompagné d'une responsabilisation accrue des sociétés de gestion. L'AMF s'engage à publier des guides de rédaction des prospectus permettant aux sociétés de gestion de mieux préparer le dépôt de leur dossier et de faciliter le déroulement des procédures d'agrément.

Enfin, la réforme des procédures de mutation a permis de diminuer fortement le nombre de transformations d'OPCVM soumises à agrément, allégeant d'autant la charge administrative pour les sociétés de gestion : d'un rythme oscillant entre 4 000 et 8 000 dossiers déposés par an, le nombre de mutations soumises à agrément s'est établi à 2 663 en 2008.

Dans le cadre de l'évolution des procédures, l'AMF a autorisé le dépôt électronique des dossiers, contribuant à limiter les coûts des procédures d'agrément. Cette nouvelle procédure de dépôt des dossiers d'agrément a été plébiscitée par les sociétés de gestion et concerne aujourd'hui près de 90% des dossiers de création d'OPCVM.

2 > ... pour un meilleur suivi des produits au bénéfice de la protection des épargnants

Dans le cadre de sa démarche « Pour une meilleure régulation », dont l'objectif consiste à lui permettre de recentrer son action sur le suivi de la commercialisation, l'AMF a souhaité donner en 2008 une meilleure visibilité de sa doctrine. Elle a donc initié un processus d'externalisation de celle-ci en publiant trois documents spécifiques :

- > le « Guide d'élaboration des prospectus des OPCVM » ;
- > le « Guide de bonnes pratiques pour la rédaction des documents commerciaux » ;
- > l'« Examen du comportement des OPCVM : synthèse des constats ».

(4) Agrément par analogie.

Ces trois documents ont vocation à être mis à jour deux fois par an. Ils sont établis en concertation avec les professionnels.

Par ailleurs, dans le cadre du dispositif de la loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (TEPA) permettant aux particuliers redevables de l'impôt sur la fortune (ISF) de bénéficier d'une réduction fiscale en investissant dans certains produits financiers spécifiques, l'AMF a rappelé les conditions de commercialisation de ces produits.

a) La démarche pédagogique

« Le guide d'élaboration des prospectus des OPCVM »⁽⁵⁾

Ce guide a pour objet d'aider les sociétés de gestion à élaborer des prospectus et notices d'information d'OPCVM conformes à la réglementation.

A cette fin, il :

- > rappelle certaines règles applicables et leurs modalités de mise en œuvre ;
- > énonce des recommandations pour l'application de ces règles ;
- > recense des bonnes et mauvaises pratiques pour illustrer la façon de mettre en œuvre ces règles et recommandations.

« Le guide de bonnes pratiques pour la rédaction des documents commerciaux »⁽⁶⁾

Afin de faciliter l'application de la réglementation, l'AMF a entrepris un travail d'identification des pratiques en matière de rédaction des documents commerciaux des produits financiers.

Ainsi, elle rend désormais régulièrement publiques les analyses qu'elle effectue sur les documents commerciaux afin d'informer la profession de pratiques observées, qu'elles soient considérées comme incompatibles avec la réglementation en vigueur, ou participant au contraire à une amélioration de la qualité de l'information.

b) L'examen du comportement des OPCVM : synthèse des constats⁽⁷⁾

Conformément à la démarche « Pour une meilleure régulation » et parallèlement à la mise en œuvre des nouvelles procédures d'agrément des OPCVM, l'AMF a renforcé son suivi des OPCVM en cours de vie. L'objectif de ce suivi est de vérifier que les conditions de fonctionnement des OPCVM et les stratégies de gestion mises en œuvre sont conformes à leur prospectus et aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur. Il se distingue des contrôles et enquêtes qui peuvent, par ailleurs, être réalisés par l'AMF.

La publication de la synthèse des constats opérés dans le cadre de l'examen du comportement des OPCVM a pour objet d'informer les sociétés de gestion de portefeuille, les déposataires et les commissaires aux comptes des principales observations formulées par l'AMF à l'occasion du suivi des OPCVM. Ce faisant, elle vise à leur permettre de les prendre en compte dans l'élaboration et la mise en œuvre de leurs propres dispositifs de contrôle. Dans cette optique, ce document :

- > rappelle certaines dispositions réglementaires applicables ;
- > énonce des recommandations pour leur application ;
- > donne des exemples concrets de conformité ou de non-conformité à la réglementation.

Les positions formulées s'inscrivent dans la continuité de la doctrine déjà externalisée par l'AMF ou appliquée par celle-ci à l'occasion de l'instruction des dossiers d'agrément individuels, qu'il s'agisse de créations ou de mutations.

(5) Disponible sur le site internet de l'AMF à l'adresse : http://www.amf-france.org/documents/general/8205_1.pdf

(6) Disponible sur le site internet de l'AMF à l'adresse : http://www.amf-france.org/documents/general/8304_1.pdf

(7) Disponible sur le site internet de l'AMF à l'adresse : http://www.amf-france.org/documents/general/8712_1.pdf

La commercialisation des véhicules d'investissement issus du dispositif fiscal de la loi TEPA

L'AMF a attiré l'attention des personnes commercialisant les produits concernés (titres non cotés, *holding*, FCPR, FCPI et FIP) sur les règles de démarchage et de commercialisation en vigueur.

Ce sujet a donné lieu à la publication, le 15 avril 2008, d'une position par l'AMF, concernant la commercialisation des véhicules d'investissement permettant aux particuliers redevables de l'ISF de bénéficier d'une réduction de cet impôt⁽⁸⁾. Les 29 premiers FCPI et FIP agréés revendiquant une éligibilité à cette réduction de l'ISF ont fait l'objet d'un suivi spécifique de leurs conditions de commercialisation. A cette occasion, deux problématiques ont été identifiées :

- > le non-respect du principe d'équilibre entre l'information donnée sur les avantages fiscaux et celle sur les risques liés au produit ;
- > la commercialisation sur la base de documents légaux et commerciaux qui n'étaient pas ceux présentés à l'AMF lors de l'agrément initial des produits.

F – Le suivi des acteurs

1 > Les retraits d'agrément

Au cours de l'exercice 2008, l'AMF a fait usage, à deux reprises, en application de l'article L. 532-10 du code monétaire et financier, de sa capacité de retirer tout ou partie de l'agrément d'une société de gestion de portefeuille. Ces décisions ont été prises dans les conditions suivantes :

- > à l'issue d'une mission de contrôle ouverte par le secrétaire général de l'AMF, a été relevé le fait que la société de gestion de portefeuille Prime Capital ne disposait plus des moyens nécessaires à l'exercice de ses activités. L'AMF a pris la décision, le 4 mars 2008, de retirer à cette société l'agrément en qualité de société de gestion de portefeuille avec prise d'effet au 11 avril 2008 ;
- > compte tenu des difficultés que l'AMF a rencontrées dans l'exercice de ses missions et pour assurer la préservation des intérêts des investisseurs, son président, en application de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier, a demandé au président du Tribunal de grande instance (TGI) de Paris de formuler une injonction à l'encontre de la société de gestion de portefeuille Edelweiss Gestion. A la suite de cette demande, le président du TGI, par une décision du 21 février 2008, a :
 - fait injonction à la société Edelweiss Gestion de limiter ses activités aux actes conservatoires nécessaires à la préservation des intérêts de ses clients ;
 - désigné un contrôleur de gestion en vue de décrire et contrôler les conditions de gestion mises en œuvre par la société.

La société Edelweiss Gestion ne remplissant plus les conditions auxquelles était subordonné le maintien de l'approbation du programme d'activité spécifique relatif à la gestion d'OPCVM contractuels, l'AMF a décidé le 1^{er} avril 2008 de lui retirer cette approbation avec prise d'effet au 16 mai 2008. La prise d'effet a été reportée au 13 juin 2008 pour tenir compte des délais nécessaires à la mise en œuvre de la décision de retrait d'agrément partiel sous la surveillance d'un mandataire de l'AMF.

2 > La délivrance des cartes professionnelles de responsable de la conformité pour les services d'investissement (RCSI) et de responsable de la conformité et du contrôle interne (RCCI)

L'AMF délivre deux types de cartes professionnelles :

- > une carte professionnelle de RCSI des prestataires de services d'investissement ;
- > une carte professionnelle de RCCI des sociétés de gestion de portefeuille.

(8) Disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Textes de références > Positions de l'AMF ».

a) La délivrance des cartes de RCSI

L'exercice 2008 montre une nette augmentation du nombre de candidats à l'examen pour l'attribution de la carte professionnelle de responsable de la conformité pour les services d'investissement. Cette croissance est due principalement à un renouvellement important des équipes en charge de la conformité, résultant d'un développement de cette fonction dans les établissements et de départs à la retraite.

Tableau 2 : délivrance des cartes RCSI

RCSI	2007		2008	
	17 ^e session	18 ^e session	19 ^e session	20 ^e session
Personnes ayant suivi la formation*	41	68	79	60
Nombre de candidats à l'examen**	34	38	48	40
Nombre de cartes professionnelles attribuées	31	32	39	34
Refus	3	6	9	6
% de cartes professionnelles attribuées par rapport au nombre de candidats à l'examen	91%	84%	81%	85%
% de candidats à l'examen par rapport au nombre de personnes ayant suivi la formation	83%	56%	61%	67%

* Toutes les personnes inscrites à la formation ne passent pas l'examen.

** Toutes les personnes qui passent l'examen n'ont pas nécessairement suivi la formation.

Les refus ont été motivés principalement par :

- > le manque d'ancienneté des candidats dans le poste, de sorte qu'il leur était difficile d'avoir une vision globale de la fonction ;
- > des défauts dans l'organisation de la fonction de conformité au sein des établissements d'appartenance du candidat (insuffisance des moyens affectés, problèmes de rattachement hiérarchique du RCSI, problèmes d'organisation de la fonction de conformité, risques de dilution de l'autorité conférée à la carte professionnelle en cas de multiplication des cartes délivrées dans un même établissement, etc.).

Dans la majorité des cas, les candidats non retenus se sont présentés à la session suivante et ont obtenu la carte professionnelle, les défauts mis en évidence par le jury ayant été corrigés.

Dans certains cas, la délivrance de la carte professionnelle a été assortie d'observations critiques ou de conditions fixées par le jury.

b) La délivrance des cartes de RCCI

Durant l'exercice 2008, l'AMF a constaté une très forte augmentation du nombre de candidats à l'examen pour l'attribution de la carte professionnelle de RCCI due principalement à un renouvellement des équipes dans le courant de l'année 2007 des titulaires de cette fonction au sein des sociétés de gestion de portefeuille.

Tableau 3 : délivrance des cartes RCCI

RCCI	2007		2008	
	1 ^{re} session	2 ^e session	3 ^e session	4 ^e session
Personnes ayant suivi la formation	32	45	45	50
Candidats à l'examen	19	24	22	42
Cartes professionnelles attribuées	16	19	18	36
Refus	3	5	4	6
% de cartes professionnelles attribuées par rapport au nombre de candidats à l'examen	84%	79%	82%	86%
% de candidats à l'examen par rapport au nombre de personnes ayant suivi la formation	59%	53%	49%	84%

Lorsque l'attribution de la carte professionnelle a été refusée, les motifs invoqués étaient du même ordre que ceux ayant fondé les refus pour la délivrance des cartes de RCSI. En particulier, dans des petites sociétés de gestion de portefeuille, il s'est plusieurs fois avéré que le candidat ne disposait pas de l'autorité nécessaire à l'exercice de sa mission ; les jurys ont alors considéré qu'il était préférable que ce soit le dirigeant qui soit titulaire de la carte professionnelle, tout en lui laissant la possibilité de s'appuyer sur le candidat concerné pour réaliser en pratique les contrôles.

c) La sollicitation de l'avis du jury lorsque la fonction de RCCI est déléguée à un prestataire externe

Lorsque les sociétés de gestion de portefeuille de petite taille ont recours à des sociétés externes, il est demandé au prestataire choisi par la société de gestion de se présenter devant le jury d'examen. Depuis 2008, le dirigeant titulaire de la carte professionnelle de RCCI est invité à accompagner le prestataire en charge de la fonction de responsable de la conformité et du contrôle interne devant le jury d'examen. Cela permet une meilleure implication de ce dernier dans l'exercice de la mission du prestataire.

L'exercice 2008 montre une très forte augmentation du nombre de sociétés qui se sont présentées devant le jury d'examen. Cela est principalement dû à une augmentation du nombre de créations de sociétés de gestion de portefeuille de petite taille qui délèguent fréquemment l'exercice des fonctions de conformité et de contrôle interne à un prestataire externe.

Tableau 4 : nombre de délégataires pour lesquels l'avis du jury a été sollicité

	2007		2008
	1 ^{re} session	2 ^e session	3 ^e session
Nombre de délégataires pour lesquels l'avis du jury a été sollicité	13	25	15
Avis positifs	5	25	13
Avis négatifs	8	0	2

1

2

3

4

5

6

7

8

G – L'adaptation du cadre réglementaire

1 > Les suites de la mise en œuvre de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF)

a) L'instruction AMF n° 2008-03 du 8 février 2008 relative aux procédures et modalités d'agrément et au programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des prestataires de services d'investissement exerçant le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ou de conseil en investissement

L'entrée en vigueur de la directive MIF, en novembre 2007, a nécessité une adaptation des textes de l'AMF. Ainsi, faisant suite à l'homologation du nouveau livre III du règlement général transposant la MIF, l'instruction n° 2006-02 du 24 janvier 2006 concernant les procédures d'agrément et le programme d'activité en matière de gestion pour compte de tiers a été, après consultation, abrogée et remplacée par l'instruction n° 2008-03 du 8 février 2008 relative aux procédures et modalités d'agrément et au programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des prestataires de services d'investissement exerçant le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ou de conseil en investissement.

Cette mise à jour a notamment permis de mettre en cohérence les anciens articles de l'instruction n° 2006-02 avec les nouvelles dispositions du règlement général.

La nouvelle instruction n° 2008-03 a en outre permis de refondre le dossier type d'agrément des sociétés de gestion de portefeuille, repris en annexe, en vue, d'une part, de prendre en considération les évolutions législatives et réglementaires intervenues et, d'autre part, de centrer les diligences du régulateur sur les seules informations nécessaires à la compréhension de l'organisation et des moyens associés des acteurs pour mettre en œuvre les activités envisagées et maîtriser les risques en conséquence.

b) L'adaptation du régime des conseillers en investissements financiers⁽⁹⁾

Dans le prolongement de la transposition de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF), le régime des conseillers en investissements financiers (CIF) a été complété pour assurer sa cohérence avec les nouvelles obligations mises à la charge des prestataires de services d'investissement fournissant le service de conseil en investissement. Les principales modifications concernent l'application aux CIF de la transparence des rémunérations (elle s'applique déjà à tous les prestataires de services d'investissement) et les conditions dans lesquelles les CIF sont autorisés à recevoir et transmettre les ordres de souscription-rachat de parts et actions d'OPC – mais seuls ces ordres sont concernés – émis par leurs clients à la suite des conseils prodigués.

c) L'application des règles de bonne conduite lors de la commercialisation des OPCVM et des OPCI par les sociétés de gestion de portefeuille

Afin d'assurer la cohérence des régimes applicables et une protection identique des investisseurs, l'article 411-53 du règlement général⁽¹⁰⁾ étend aux sociétés de gestion de portefeuille les règles de bonne conduite applicables aux intermédiaires, en matière de commercialisation d'OPCVM ou d'OPCI. Ces obligations résultent de la transposition de la directive MIF.

L'instruction de l'AMF n° 2008-04 du 15 juillet 2008⁽¹¹⁾ précise les conditions de mise en œuvre de ces règles de bonne conduite. En effet, la commercialisation de parts ou actions d'OPCVM ou d'OPCI présente des particularités dont il convient de tenir compte. Certaines obligations d'information à l'égard du client peuvent, par exemple, être remplies par la remise du prospectus simplifié ou de la notice d'information de l'OPCVM ou de l'OPCI. Par ailleurs, le bordereau de souscription de l'action

(9) Règlement général homologué par un arrêté du 26 décembre 2007 publié au Journal officiel du 17 janvier 2008.

(10) Homologué par un arrêté du 18 mars 2008.

(11) Relative à l'application des règles de bonne conduite lors de la commercialisation de parts ou actions d'OPCVM ou d'OPCI par les sociétés de gestion de portefeuille.

ou de la part d'OPCVM ou d'OPCI peut constituer le contrat exigé par le règlement général en matière de service d'exécution d'ordres ou de réception et transmission d'ordres fourni à un client non professionnel. L'instruction précise aussi comment s'applique l'obligation de meilleure exécution à la souscription de parts ou actions d'OPCVM ou d'OPCI.

2 > La réglementation et la liquidité des OPCVM

De nouvelles mesures sont venues faciliter les conditions de liquidité des OPCVM et apporter un cadre de référence aux professionnels.

Dans un premier temps, une plus grande souplesse dans la périodicité de calcul de la valeur liquidative des OPCVM, à l'image des standards européens actuels, a été introduite en droit français.

Dans un second temps, l'ordonnance du 23 octobre 2008 a posé les principes de fonctionnement de deux nouveaux outils à disposition des OPCVM. Il s'agit de la possibilité d'instaurer pour les OPCVM ARIA un plafond des rachats de parts ou actions (les *gates*) et, pour tous les OPCVM, de la faculté d'isoler dans un fonds distinct, créé par voie de scission, des actifs ayant fait l'objet d'un événement particulier rendant leur cession non conforme à l'intérêt des porteurs de parts ou actionnaires (*side-pockets*).

Enfin, la parution en fin d'année d'une instruction relative à l'organisation des sociétés de gestion de portefeuille et des prestataires de services d'investissement en matière de valorisation des instruments financiers a permis à la profession de bénéficier d'un cadre de référence pour la mise en place de l'organisation et des moyens en matière de valorisation des instruments financiers.

a) La périodicité de calcul de la valeur liquidative

Contrairement à des produits européens équivalents, les OPCVM à vocation générale de droit français étaient tenus, jusqu'à cette année, de publier leur valeur liquidative de manière bimensuelle, voire quotidienne dans certains cas, notamment si le montant d'actifs gérés était élevé. De plus, si un OPCVM avait adopté une publication quotidienne de sa valeur liquidative, il lui était interdit de modifier cette périodicité. Depuis fin septembre 2008, ces contraintes ont été allégées. Des périodicités mensuelles de la valeur liquidative des OPCVM peuvent être agréées par l'AMF. Désormais, toujours sous réserve de l'agrément de l'AMF, cette fréquence de publication peut être réduite ou augmentée, selon le cas, en cours de la vie de l'OPCVM, sans restriction particulière autre qu'une information adaptée des porteurs ou, le cas échéant, l'octroi d'une possibilité de sortie sans frais. Cette souplesse accrue, plus proche des standards européens, devrait permettre aux sociétés de gestion de mieux adapter les règles de fonctionnement de leurs OPCVM à certaines stratégies de gestion, aux besoins de leurs porteurs et aux modes de commercialisation de leurs OPCVM.

b) La mise en œuvre des *gates*

Les *gates* consistent en la faculté, pour les OPCVM ARIA, de prévoir un plafonnement des rachats à une date de valeur liquidative donnée dès lors que le montant des rachats excède un certain seuil, le solde des rachats étant reporté à la période suivante. Le mécanisme de plafonnement mis en place doit alors figurer dans le prospectus de l'OPCVM concerné et le choix de la méthode de plafonnement être cohérent avec la structure de l'actif et du passif de l'OPCVM concerné. Le choix d'activation ou non de la *gate*, dès lors que ses conditions de mise en œuvre sont réunies, relève de la responsabilité de la société de gestion de portefeuille. Cette possibilité de non-activation doit également figurer dans le prospectus.

1

2

3

4

5

6

7

8

L'AMF a autorisé la mise en œuvre de cet outil pour permettre aux OPCVM de faire face à des situations exceptionnelles de forte détérioration de la liquidité de certains marchés. Concrètement, il a permis de prendre en compte le fait qu'un certain nombre de *hedge funds* étrangers dans lesquels des OPCVM français étaient investis avaient dû eux-mêmes restreindre leur liquidité par la mise place de structures de cantonnement (*side pockets*) et/ou de *gates* pour plafonner les rachats.

Il convient de rappeler que cette mesure s'inscrit dans un contexte de marché particulier, dans lequel l'AMF a permis aux sociétés de gestion de portefeuille, si ces dernières estimaient que l'intérêt de leurs investisseurs le nécessitait, de prendre des mesures exceptionnelles de modification des conditions de liquidité des OPCVM de fonds alternatifs⁽¹²⁾.

101 OPCVM ont modifié leurs conditions de liquidité, représentant 53% des encours des OPCVM de fonds alternatifs de droit français agréés par l'AMF.

c) La mise en œuvre des *side pockets*

Contrairement aux *gates*, le dispositif des *side pockets* est applicable à tous les OPCVM.

Alors que les modifications de périodicité de la valeur liquidative et la mise en œuvre de *gates* permettent de gérer de façon spécifique la liquidité des OPCVM, le mécanisme de scission est destiné à faire face à une situation exceptionnelle propre à affecter certains actifs de l'OPCVM. Aussi, la décision de recourir à la création d'un OPCVM de cantonnement (*side pocket*) doit-elle non seulement rester exceptionnelle mais aussi ne concerner que certains actifs identifiés.

Dans une telle opération, l'OPCVM d'origine (ou OPCVM scindé) se scinde en un nouvel OPCVM de même nature (ou OPCVM réplique), les actifs faisant objet de difficulté de valorisation étant transférés dans un nouvel OPCVM contractuel créé à cet effet et géré de façon extinctive. Cette opération s'effectue sans agrément de l'AMF, mais doit faire néanmoins l'objet d'une information sans délai de l'Autorité. La création d'un OPCVM contractuel au terme d'une telle opération n'est pas conditionnée à la validation d'un programme d'activité contractuel.

Un article « Questions-réponses relatives aux scissions d'OPCVM décidées en application du deuxième alinéa de l'article L. 214-19 ou du deuxième alinéa de l'article L. 214-30 du code monétaire et financier »⁽¹³⁾ a été publié dans la Revue mensuelle de décembre 2008 sur ce sujet.

Ce dispositif est opérationnel depuis le 21 décembre 2008. Si aucune opération n'a été réalisée avant la fin de l'année 2008, il a cependant permis de gérer les retombées de l'« affaire Madoff » dès le début de l'année 2009 en isolant, pour les OPCVM les plus touchés, les risques liés aux « fonds Madoff » en faillite dans une *side pocket*.

d) L'instruction n° 2008-06 du 9 décembre 2008 relative à l'organisation des sociétés de gestion de portefeuille et des prestataires de services d'investissement en matière de valorisation des instruments financiers⁽¹⁴⁾

Dans le contexte de la crise des *subprime* et afin d'externaliser sa doctrine en matière de valorisation des instruments financiers, l'AMF a publié le 30 décembre 2008 une instruction qui :

- > reprend la position de la COB sur la valorisation des dérivés de gré à gré datant de 2003⁽¹⁵⁾, en l'étendant à l'ensemble des instruments financiers nécessitant l'utilisation d'un modèle ;
- > met l'accent sur la nécessité de définir et de respecter les procédures de valorisation, s'agissant notamment des conditions de recours à un modèle de valorisation.

(12) http://www.amf-france.org/documents/statique/fr/formulaires_ppe/fichiers_ppe_2008/liquidite_notegenerale.pdf

(13) Disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Textes de référence > Positions de l'AMF ».

(14) Disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Textes de référence > Instructions de l'AMF ».

(15) Bulletin mensuel COB, n° 381 de juillet-août 2003 et disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) rubrique « Textes de référence > Positions de la COB ».

Cette instruction n° 2008-06, établie en concertation avec les associations professionnelles, permet ainsi à l'industrie de la gestion pour compte de tiers de disposer d'un cadre de référence pour la mise en place de l'organisation et des moyens en matière de valorisation des instruments financiers.

3 > La mise à jour de l'instruction n° 2005-05 relative aux OPCVM d'épargne salariale

Les modifications introduites par la loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionariat salarié ont été intégrées dans l'instruction n° 2005-05 du 25 janvier 2005 relative aux OPCVM d'épargne salariale. Il s'agit pour l'essentiel de :

- > l'instauration d'un régime allégé applicable aux FCPE investis en titres non cotés de l'entreprise qui bénéficient d'un mécanisme de liquidité consistant en l'engagement de rachat de ses propres titres par l'entreprise, la société qui la contrôle ou une société contrôlée par elle ;
- > la création d'un nouveau type de FCPE investi en titres non cotés de l'entreprise dédié à une opération de rachat de l'entreprise réservée aux salariés appelé « FCPE de reprise », ce qui se traduit dans l'instruction par un nouveau modèle de règlement type spécifique ;
- > l'établissement des modalités d'évaluation des titres de créance figurant à l'actif des FCPE investis en titres non cotés de l'entreprise.

Les modifications apportées reprennent les positions retenues dans le « questions-réponses » mentionné dans le Rapport annuel de 2007⁽¹⁶⁾.

D'autres modifications de l'instruction ont permis notamment de mettre à jour des références aux articles du code du travail et de prendre en compte la nouvelle prescription de cinq ans des actions personnelles ou mobilières instaurée par la loi n° 2008-561 du 17 juin 2008.

H – La diffusion des positions et de la doctrine de l'AMF

1 > Le relevé de décisions relatif aux *swaps* de performance sur OPCVM ou fonds d'investissement et aux structurations sur gestion active

Les *swaps* de performance sur OPCVM sont des instruments financiers à terme permettant à un OPCVM dit « OPCVM de tête » de recevoir la performance d'un ou plusieurs autres OPCVM dits « OPCVM sous-jacents ». Ce type de *swaps* était utilisé depuis plusieurs années par quelques sociétés de gestion de portefeuille dans le cadre de fonds à formule dans le but d'accéder au savoir-faire de gestionnaires spécialisés. Compte tenu des difficultés qu'ils sont susceptibles de poser, notamment en termes d'information des porteurs, de conflits d'intérêts ou de valorisation, l'AMF a clarifié sa doctrine en la matière.

Afin d'harmoniser les règles applicables aux OPCVM et aux titres de créance structurés – EMTN⁽¹⁷⁾ ou autres certificats –, cette démarche d'externalisation a également été l'occasion d'analyser des projets proposés par certaines sociétés de gestion de portefeuille portant sur des structurations sur gestion active. Il s'est agi d'évaluer les conditions dans lesquelles ces schémas d'OPCVM structurés sur des paniers d'actifs (actions, OPCVM, etc.), dont la composition est gérée activement ou régulièrement modifiée de manière plus ou moins discrétionnaire, pouvaient être éligibles aux OPCVM.

Au terme de cette réflexion, et après consultation des associations professionnelles, l'AMF a publié, le 28 février 2008, un relevé de décisions⁽¹⁸⁾ présentant certains éléments et autres recommandations auxquels il est nécessaire d'apporter une attention particulière lorsqu'un OPCVM a recours à des *swaps* de performance ou à des structurations sur gestion active.

(16) Page 155 et disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Textes de référence > Positions de l'AMF ».

(17) *Euro Medium Term Notes*.

(18) Disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Textes de référence > Positions de l'AMF ».

2 > La mise en place de schémas de délégation de gestion financière pour des OPCVM ou des mandats

Devant la multiplication des projets de délégation de gestion financière soumis à son avis ou son approbation, l'AMF a souhaité⁽¹⁹⁾ d'une part, rappeler les dispositions de la réglementation à cet égard et, d'autre part, préciser leurs modalités de mise en œuvre dans les cas les plus fréquemment rencontrés. Dans le cas d'une délégation de gestion financière, en application des directives européennes MIF et OPCVM⁽²⁰⁾, la responsabilité de la société de gestion délégante est inchangée⁽²¹⁾ et les dispositions propres à la délégation ont pour objet de limiter les risques qui lui sont liés, de préserver les capacités de contrôle du régulateur et d'éviter l'émergence de sociétés dites « boîtes aux lettres ».

Les questions les plus fréquemment soulevées concernent l'équilibre entre activités non déléguées et activités déléguées, et le contrôle des activités déléguées.

Sur le premier point, l'AMF considère que le poids des activités déléguées ne peut excéder celui des activités non déléguées, ce poids s'appréciant selon des critères adaptés à chaque situation.

Sur le second point, il appartient à la société de gestion de montrer en quoi son dispositif de contrôle, qui doit être formalisé et traçable, lui permet effectivement de contrôler la gestion déléguée et de maîtriser les risques additionnels liés à l'externalisation.

L'AMF distingue trois cas nécessitant une mise à jour du programme d'activité, selon qu'il s'agit :

- > de stratégies proches de celles habituellement mises en œuvre par la société délégante ;
- > de stratégies dont le profil rendement/risque diffère de celles que la société délégante met en œuvre, le délégataire restant cependant une société appartenant au même groupe ;
- > de stratégies dont le profil rendement/risque diffère de celles que la société délégante met en œuvre en direct, la délégation étant donnée à une entité n'appartenant pas au groupe de la société délégante.

Dans chacun des cas, la délégation doit être accompagnée d'une adaptation du dispositif de contrôle et d'une identification des risques opérationnels liés à ce type de schéma, prenant en compte notamment la complexité des stratégies déléguées et, le cas échéant, l'existence d'un dispositif de contrôle au niveau du groupe.

S'agissant des mises à jour des programmes d'activité, une procédure simplifiée a été mise en place afin de faciliter les démarches administratives auprès du régulateur. Ainsi, dès lors que le programme d'activité de la société de gestion de portefeuille a été mis à jour, la mise en œuvre de la délégation dans les OPCVM concernés n'est soumise qu'à une simple déclaration à l'AMF.

3 > L'arrivée à échéance des fonds de capital investissement agréés

L'AMF a constaté des pratiques divergentes dans la gestion de la fin de vie des fonds de capital investissement destinés au grand public, et plus précisément des FCPI.

Dans ce contexte, l'AMF a rappelé⁽²²⁾ la réglementation en vigueur et précisé comment elle trouve à s'appliquer dans le cas des FCPR agréés, FCPI et FIP.

La durée de vie du fonds de capital investissement est fixée dans son règlement. Par définition, le produit des actifs doit être restitué aux porteurs au plus tard à la fin de cette durée. La liquidation de l'ensemble des actifs détenus par le FCPR doit donc être terminée à cette date. Il appartient ainsi à la société de gestion de gérer le portefeuille du fonds dans des conditions permettant de respecter cette contrainte. Cela implique, notamment, que le processus de cession des actifs non cotés soit engagé suffisamment tôt pour arriver à son terme avant la fin de vie du fonds concerné.

(19) Dans un article publié dans la Revue mensuelle n° 45 de mars 2008 et disponible sur le site internet (www.amf-france.org), rubrique « Textes de référence > Positions de l'AMF ».

(20) Articles 313-72 à 313-76 du règlement général de l'AMF concernant la gestion individuelle et articles 313-77 et 313-78 concernant la gestion d'OPCVM.

(21) 6° du 313-77 pour la gestion d'OPCVM et 1 du 313-75 pour la gestion sous mandat.

(22) Dans un article paru dans la Revue mensuelle n° 46 d'avril 2008 et disponible sur le site internet (www.amf-france.org), rubrique « Textes de référence > Positions de l'AMF ».

4 > Les questions-réponses sur la création des FCPR contractuels

La loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie a créé les fonds communs de placement à risques contractuels (FCPR contractuels).

La mise en place de ce nouveau cadre juridique a soulevé des interrogations de la part des professionnels. Pour y répondre, l'AMF a publié en novembre 2008, en concertation avec les associations professionnelles, un document⁽²³⁾ qui présente de manière didactique les réponses aux questions les plus fréquentes et les situations pouvant être problématiques dans le cadre de la création des FCPR contractuels. Ce document aborde la définition des FCPR contractuels, les modalités de leur constitution, leur périmètre d'investissement ainsi que les modalités de fonctionnement qui leur sont propres.

Ces questions-réponses ont fait l'objet d'une présentation auprès des professionnels avec les associations professionnelles.

2 – Les chiffres clés et le bilan de l'activité des acteurs de la gestion d'actifs en 2008

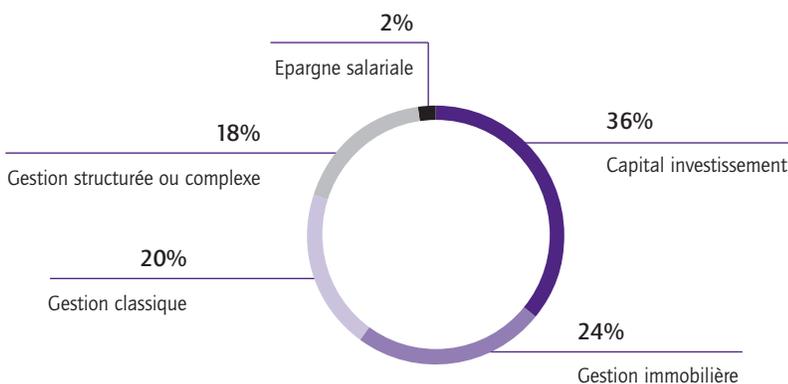
A – Les sociétés de gestion de portefeuille

1 > Les nouvelles sociétés de gestion de portefeuille

50 nouvelles sociétés de gestion de portefeuille ont été agréées en 2008. Le rythme des créations est demeuré aussi soutenu qu'en 2007, où 52 nouvelles sociétés avaient été agréées. 34 d'entre elles émanent de nouveaux intervenants dans le secteur de la gestion d'actifs, 16 de groupes ou d'entrepreneurs déjà présents dans ce secteur d'activité.

80% des nouvelles sociétés mettent en œuvre des gestions spécialisées, les autres se restreignant à la seule gestion « classique ». Sans tenir compte de la possibilité qu'ont les sociétés de gestion d'établir plusieurs programmes d'activités, ces derniers se répartissent, par type de gestion, comme suit :

Graphique 1 : répartition des programmes d'activité approuvés en 2008 par type de gestion



Source : AMF

(23) Disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Publications > Guides > Guides professionnels ».

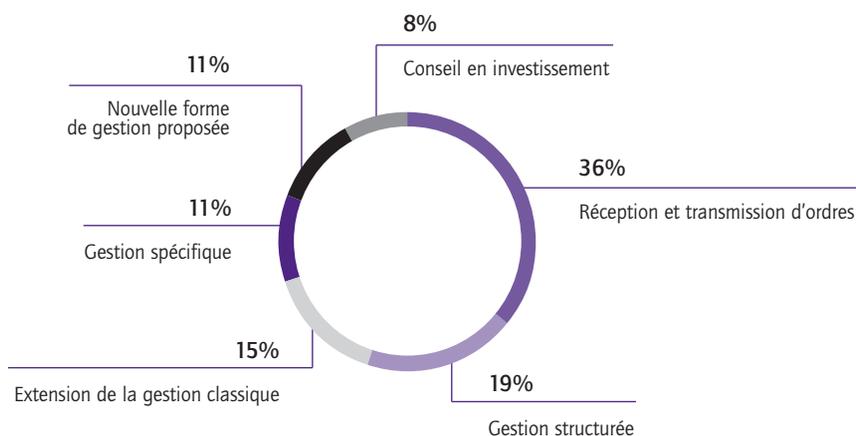
Plusieurs cas de création de sociétés de gestion au sein de groupes ont fait apparaître des risques potentiels de conflits d'intérêts. La résolution de ces risques s'est effectuée au cas par cas. Un cas particulier a conduit le Collège de l'AMF à opposer initialement un refus d'agrément à la création de la société de gestion en raison des fonctions exercées par l'un de ses futurs dirigeants au sein de la société mère, qui lui donnaient accès à des informations susceptibles d'influencer les décisions de la future société de gestion. Le dirigeant concerné ayant abandonné ses fonctions au sein du groupe, les réserves conditionnant l'agrément de la société de gestion ont, finalement, été levées.

L'AMF a par ailleurs refusé d'agréer une société de gestion de portefeuille qui ne présentait pas toutes les assurances nécessaires quant à l'honorabilité d'un dirigeant et la nécessité de garantir une gestion saine et prudente.

2 > Les extensions d'activité de sociétés existantes

Les sociétés de gestion de portefeuille existantes ont, de leur côté, fait approuver un total de 79 nouveaux programmes d'activités selon la répartition suivante :

Graphique 2 : répartition par approbation de programmes d'activités



Source : AMF

La transposition de la directive MIF a conduit l'AMF à approuver deux nouveaux types de programmes d'activités que sont :

- > le programme d'activité de réception transmission d'ordres de souscription et de rachat de parts ou actions d'OPCVM tiers effectuée par des sociétés de gestion de portefeuille relevant de la directive MIF⁽²⁴⁾. En effet, l'activité de réception transmission d'ordres sur parts ou actions d'OPCVM est considérée par la directive MIF comme relevant du service d'investissement de réception transmission d'ordres dès lors que ce service est réalisé sur des parts ou actions d'OPCVM dont la société de gestion de portefeuille n'assure pas la gestion ;
- > le programme d'activité de conseil en investissement qui est devenu un service d'investissement. Les demandes d'approbation de ce programme d'activité ont été déposées essentiellement par des sociétés de gestion de portefeuille n'ayant pas opté pour la clause de grand-père en leur temps, estimant ne pas être concernées.

(24) Les sociétés de gestion de portefeuille relevant de la directive 85/611/CEE peuvent en effet exercer cette activité dans le cadre de l'agrément délivré au titre de la gestion collective.

En 2008, 27 programmes d'activité de réception transmission d'ordres relative aux souscriptions et rachats de parts ou actions d'OPCVM tiers effectuées par des sociétés de gestion de portefeuille relevant de la directive MIF et 6 programmes d'activité de conseil en investissement donnant lieu à la fourniture d'une recommandation personnalisée au client, activité désormais comprise comme un service d'investissement aux termes de l'article L. 321-1 du code monétaire et financier, ont été approuvés.

L'AMF a refusé d'approuver un programme d'activité de gestion dans le domaine du capital investissement aux motifs, d'une part, que l'activité de gestion, telle que présentée, ne permettait pas à la société requérante de prendre de façon autonome et professionnelle des décisions d'investissement dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts du FCPR envisagé et, d'autre part, que la société ne disposait pas des moyens adaptés à l'exercice de cette activité.

L'AMF a, pour la première fois, approuvé l'extension d'un programme d'activité d'une société de gestion de portefeuille pour l'utilisation de produits dérivés « carbone » dans le seul cadre de fonds d'investissements étrangers.

3 > Les retraits d'agrément

L'AMF a procédé au retrait de l'agrément en qualité de société de gestion de portefeuille de 17 entités :

- > 16 à la demande de la société, en raison, pour partie, de réorganisations du groupe d'appartenance, mais aussi d'une insuffisance, voire une absence, d'activité de gestion. On note à cet égard que 6 d'entre elles avaient été agréées moins de trois ans avant la demande de retrait ;
- > 1 à sa propre initiative (cf. *supra*, page 153).

Fin 2008, la population des sociétés de gestion de portefeuille en activité se compose de 571 unités.

4 > Le passeport européen

a) Les notifications de libre établissement

Au cours de l'exercice 2008, 3 notifications de libre établissement dans un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen émanant de sociétés de gestion de portefeuille françaises, exclusivement de type 1⁽²⁵⁾, ont été examinées favorablement par l'AMF. L'Allemagne, l'Espagne et la Belgique ont été les pays d'implantation d'une succursale.

b) Les notifications de libre prestation de services

En 2008, 93 notifications de libre prestation de services, émanant de 29 sociétés de gestion de portefeuille françaises (22 sociétés de gestion de type 1 et 7 sociétés de gestion de type 2)⁽²⁵⁾, ont été examinées favorablement par l'AMF. 28 Etats parties à l'accord sur l'Espace économique européen ont été concernés par ces notifications.

B – Les dépositaires d'OPCVM

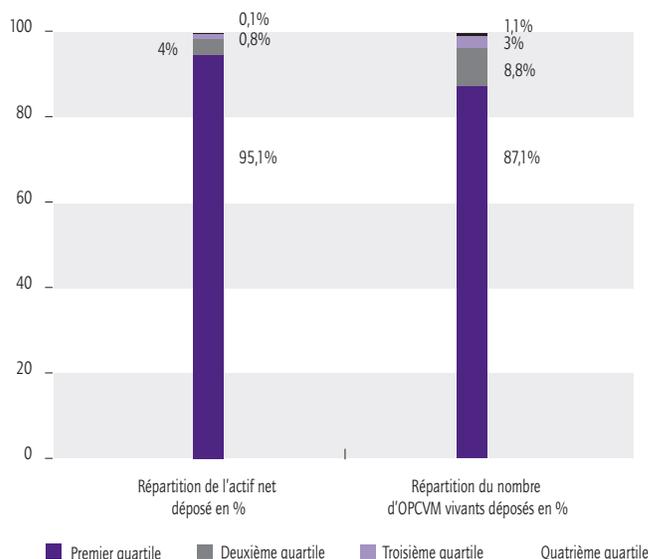
Au 31 décembre 2008, 61 établissements exerçaient les fonctions de dépositaires d'OPCVM, contre 70 au 31 décembre 2007.

L'actif net total est inégalement réparti entre les dépositaires. Au 31 décembre 2008, un peu plus de 95% des actifs nets et 87% des OPCVM étaient concentrés chez les 15 premiers dépositaires – premier quartile⁽²⁶⁾. Cette concentration s'explique par les obligations de maîtrise des risques opérationnels afférents à la fonction de dépositaire, complexifiées par l'évolution des techniques de gestion mises en œuvre par les OPCVM, qui nécessitent des moyens de contrôle importants.

(25) Détail des types : cf. Rapport annuel 2007 de l'AMF, page 159.

(26) Les dépositaires ont été classés en fonction de la taille des actifs nets déposés, dans l'ordre croissant, et séparés en quatre parts égales. Le premier quart (25% des dépositaires) concentre un peu plus de 95% des actifs nets et 87% des OPCVM.

Graphique 3 : répartition des dépositaires en fonction de leurs actifs, par quartile, au 31 décembre 2008



Source : AMF

C – Les autres prestataires de services d'investissement

1 > Les avis

Au cours de l'exercice 2008, 12 dossiers⁽²⁷⁾, transmis par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, ont été soumis, pour avis, au Collège de l'AMF.

8 dossiers concernaient le statut d'établissement de crédit, 3 celui d'entreprise d'investissement et 1 dossier était relatif à une demande d'exercice de l'activité de teneur de compte conservateur d'instruments financiers.

2 > Les approbations de programmes d'activité

En 2008, 11 dossiers, transmis par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, ont été soumis, pour approbation du programme d'activité, au Collège de l'AMF.

6 dossiers concernaient le statut d'établissement de crédit et 5 celui d'entreprise d'investissement. L'AMF a délivré 9 approbations de programme d'activité portant sur le service de conseil en investissement, 1 approbation de programme d'activité portant à la fois sur les services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille pour le compte de tiers et 1 approbation de programme d'activité portant sur le seul service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

(27) Les dossiers, portant à la fois sur des services d'investissement soumis à avis de l'AMF et sur des services d'investissement soumis à approbation du programme d'activité par l'AMF, ont été comptabilisés au titre des seules approbations de programme d'activité délivrées par l'AMF (cf. point 2).

3 – Les chiffres clés et le bilan de l'offre de gestion collective en 2008

L'année 2008 est marquée par une diminution du nombre de créations d'OPCVM avec 1 279 créations⁽²⁸⁾, soit une baisse de 6% par rapport à l'année 2007⁽²⁹⁾. En 2008 :

- > 1 082 agréments d'OPCVM ont été délivrés, en baisse de 3,7% par rapport à 2007⁽³⁰⁾ ;
- > 197 OPCVM ont fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF, en diminution de 17% par rapport à 2007⁽³¹⁾.

A – Le bilan 2008 des OPCVM à vocation générale

1 > Les agréments des OPCVM à vocation générale

a) Les créations

Sur les 1 082 agréments délivrés, 785 concernent des OPCVM à vocation générale⁽³²⁾.

Comme les années précédentes, la quasi-totalité des créations d'OPCVM à vocation générale sont des fonds communs de placement (FCP). Seules 28 SICAV ayant été agréées, soit une diminution de 55,6% par rapport à 2007, alors que le nombre de FCP agréés a diminué de 1,4%.

Compte tenu de la crise sur les marchés actions, on constate une baisse significative du nombre de créations d'OPCVM à vocation générale entrant dans les classifications actions. Il en va de même des OPCVM à vocation générale à formule et des OPCVM de fonds alternatifs. En contrepartie, le nombre de créations d'OPCVM à vocation générale classés monétaire euro a augmenté de près de 70% par rapport à 2007.

Tableau 5 : OPCVM à vocation générale agréés en 2008 selon leur classification

Classification	Nombre d'OPCVM agréés en 2007	Nombre d'OPCVM agréés en 2008	% d'évolution constaté entre 2007 et 2008
Actions internationales	126	80	- 36,50%
Actions des pays de la Communauté européenne	58	18	- 69,00%
Actions françaises	18	9	- 50,00%
Actions de pays de la zone euro	46	25	- 45,70%
Diversifié	262	238	- 9,20%
Fonds à formule	168	91	- 45,80%
Monétaire euro	26	44	69,20%
Monétaire à vocation internationale	1	1	0,00%
Obligations et titres de créance internationaux	23	24	4,30%
Obligations et titres de créance libellés en euros	59	69	16,90%
OPCVM de fonds alternatifs	44	29	- 34,10%
Total	831	628	- 24,40%

Source : AMF

(28) Les créations comprennent les agréments et les déclarations d'OPCVM.

(29) En 2007, le nombre de créations d'OPCVM était de 1 360.

(30) En 2007, le nombre d'OPCVM agréés était de 1 124.

(31) En 2007, 236 OPCVM ont fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF.

(32) Au 31 décembre 2007, le nombre d'OPCVM à vocation générale était de 831.

1

2

3

4

5

6

7

8

b) Les mutations

Les transformations ayant donné lieu à un agrément sont au nombre de 2 663, soit une diminution de 37,8% par rapport à 2007. Cette diminution s'explique par la mise en œuvre de la démarche « Pour une meilleure régulation » qui a conduit à limiter le nombre de modifications soumises à agrément.

21,2% des mutations⁽³³⁾ concernaient des opérations de restructuration sous forme de fusion/absorption, de scission et d'apport partiel d'actifs. Les agréments de fusion entre OPCVM augmentent en 2008 avec 488 opérations, contre 440 en 2007.

2 > Les déclarations d'enregistrement

Deux types d'OPCVM sont soumis à un régime de déclaration : les OPCVM contractuels et les FCPR à procédure allégée.

En 2008, 322 OPCVM ont fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF, contre 236 en 2007.

L'année 2008 a confirmé le succès des OPCVM contractuels dont le nombre de déclaration est de 126, comprenant 3 SICAV et 123 FCP.

Les autres OPCVM soumis à la procédure de déclaration sont au nombre de 196 FCPR à procédure allégée, ce qui représente une progression de 68% par rapport à 2007.

Tableau 6 : nombre de déclarations reçues au cours de l'année 2008

Type de produit	Nombre de déclarations
FCP contractuel	123
FCPR allégé	196
SICAV contractuelle	3
Total	322

Source : AMF

Tableau 7 : nombre d'OPCVM soumis à la procédure de déclaration existant au 31 décembre 2008

OPCVM à procédure allégée	
SICAV	9
FCP	269
OPCVM contractuels	
SICAV	17
FCP	349
FCPR à procédure allégée	
FCPI	1
FCPR	562

Source : AMF

3 > L'évolution des encours**a) L'analyse selon la classification des OPCVM**

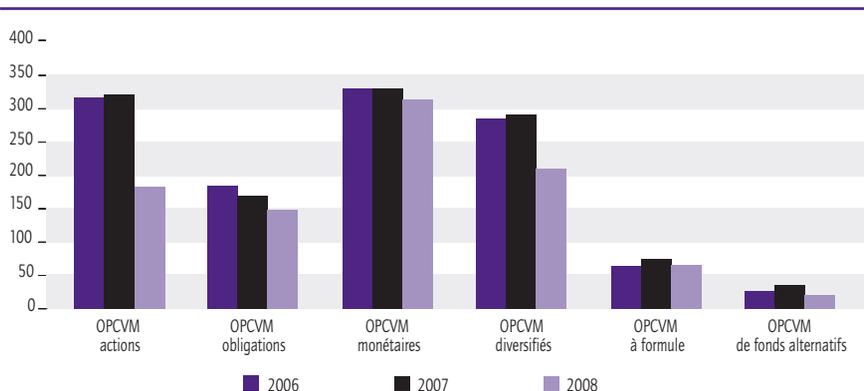
On constate une diminution de 42,8% du montant des encours des OPCVM actions. Cela s'explique par la sous-performance qu'ont connue les marchés actions sur l'année 2008 mais aussi par l'effet de décollecte vers d'autres produits financiers.

(33) La liste des mutations soumises à agrément figure dans l'instruction de l'AMF n° 2005-01 du 25 janvier 2005 relative aux procédures d'agrément et à l'information périodique des OPCVM étrangers commercialisés en France.

Le encours des OPCVM monétaires s'élèvent en 2008 à 413,5 milliards d'euros, ils ont augmenté de 11,3% alors qu'ils stagnaient les deux années précédentes.

La gestion alternative a subi un effet de décollecte à la suite des événements survenus dans le courant du troisième trimestre 2008.

Graphique 4 : évolution des encours des OPCVM à vocation générale (hors OPCVM nourriciers) entre 2006, 2007 et 2008 répartis par catégorie (exprimés en milliards d'euros)

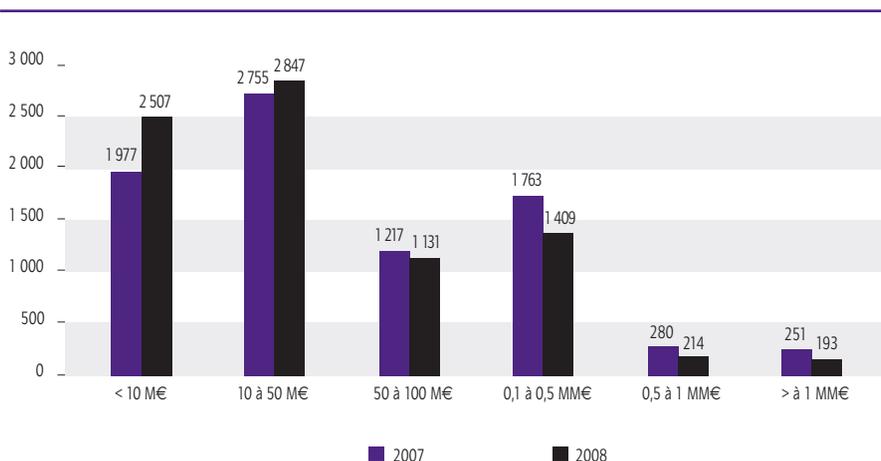


Source : AMF

b) L'impact selon la taille des OPCVM

On constate que les OPCVM dont l'encours est inférieur à 50 millions d'euros ont augmenté en nombre tandis que le nombre d'OPCVM dont le montant des encours est supérieur à 50 millions d'euros a diminué. Les OPCVM actions, obligations et diversifiés ont, en effet, subi une diminution significative de leurs encours. L'effet de collecte sur les OPCVM monétaires qui sont classiquement plus volumineux en termes d'encours que les autres classes d'actifs a toutefois freiné la diminution des encours des OPCVM supérieurs à 1 milliard d'euros.

Graphique 5 : répartition du nombre d'OPCVM en fonction de la taille de leurs encours entre 2007 et 2008



Source : AMF

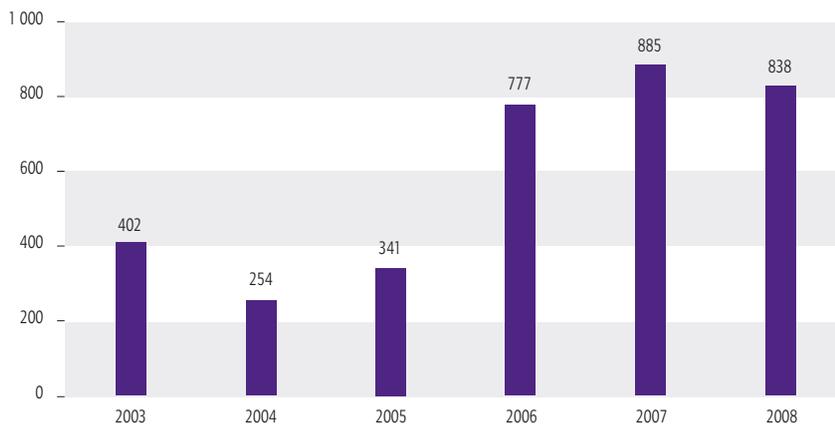


B – Le bilan 2008 des autorisations de commercialisation d'OPCVM de droit étranger

Le nombre d'OPCVM européens coordonnés ayant demandé une autorisation de commercialisation a légèrement diminué, passant de 885 en 2007 à 838 en 2008.

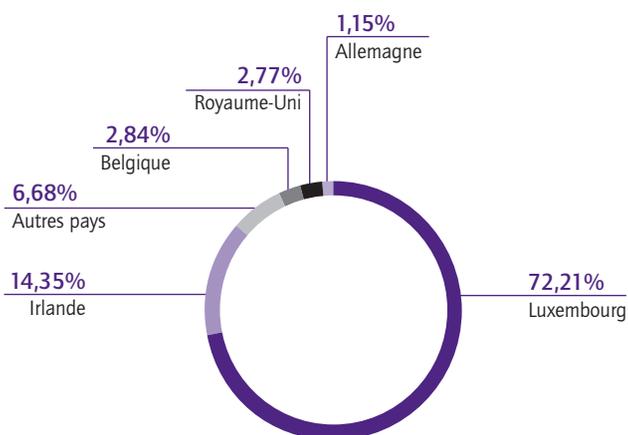
A ce jour, il existe 4 614 OPCVM européens autorisés à la commercialisation sur le territoire français.

Graphique 6 : évolution du nombre de notifications de commercialisation délivrées depuis 2003



Source : AMF

Graphique 7 : répartition (en %) par pays d'origine des OPCVM européens coordonnés notifiés à la commercialisation en France en 2008



Source : AMF

Le Luxembourg représentait un peu plus de 72% des OPCVM et des compartiments d'OPCVM notifiés à la commercialisation en France, suivi par l'Irlande, la Belgique et le Royaume-Uni.

Tableau 8 : répartition des OPCVM par classification en fonction de la taille de leurs encours au 31/12/2008 (y compris nourriciers)

Actif net et nombre d'OPCVM (y compris nourriciers) Encours en milliards d'euros au 31/12/2008	> 1 MM		[0,5 - 1] MM		[0,1 - 0,5] MM		[50 - 100] M		[10 - 50] M		< 10 M		TOTAL GENERAL	
	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours
Actions françaises	6	11,0	3	1,9	47	10,4	37	2,6	94	2,1	72	0,4	259	28,4
Actions des pays de la Communauté européenne	1	1,4	15	9,2	68	12,5	42	2,8	146	3,4	140	0,6	412	29,9
Actions de pays de la zone euro	9	20,7	9	5,7	106	21,5	77	5,4	186	4,6	129	0,5	516	58,4
Actions internationales	8	11,6	12	7,6	151	30,9	150	10,8	432	10,6	375	1,5	1 128	73
Obligations et/ou titres de créance libellés en euros	17	22,5	34	24,4	207	44,3	144	10,3	294	8,0	184	0,9	880	110,4
Obligations et/ou titres de créance internationaux	9	20,2	5	3,8	65	12,6	59	4,3	92	2,4	62	0,3	292	43,6
Monétaire euro	119	397,4	60	42,5	155	38,1	65	4,7	116	3,2	69	0,5	584	486,4
Monétaire à vocation internationale			0,0	0,0	3	0,7	3	0,2	7	0,2	4	0,0	17	1,1
Diversifié	20	42,8	59	37,8	384	83,1	332	23,8	1 057	25,6	1 247	5,4	3 099	218,5
Garanti ou assorti d'une protection			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1	0,0			1	0
Fonds à formule	3	4,4	15	9,8	176	36,7	164	11,6	280	7,5	127	0,7	765	70,7
OPCVM de fonds alternatifs	1	2,2	2	1,2	47	10,6	58	4,4	142	3,8	98	0,5	348	22,7
TOTAL	193	534,2	214	143,9	1409	301,4	1 131	80,9	2847	71,4	2 507	11,3	8 301	1 143,10
Pourcentage	2,3%	46,7%	2,6%	12,6%	17,0%	26,4%	13,6%	7,1%	34,3%	6,3%	30,2%	1,0%	100,0%	100,0%

Source : AMF

C – Le bilan 2008 des OPCVM destinés à certains investisseurs

1 > Les OPCVM ARIA avec ou sans effet de levier

Au 31 décembre 2008, on dénombrait 112 OPCVM ARIA avec ou sans effet de levier, représentant un encours de 16 milliards d'euros⁽³⁴⁾. Ils se répartissent comme indiqué dans le tableau ci-dessous.

Tableau 9 : comparatif du nombre d'OPCVM ARIA simples et ARIA à effet de levier par rapport à leur niveau d'encours au 31 décembre 2008

	Nombre d'OPCVM au 31/12/2008	Encours au 31/12/2008 (en milliards d'euros)
OPCVM ARIA simple	86	14,4
OPCVM ARIA EL	26	1,6

Source : AMF

2 > Les OPCVM de fonds alternatifs

Au 31 décembre 2008, on dénombrait 151 OPCVM ARIA de fonds alternatifs pour un encours global de 12 milliards d'euros, en diminution de 10% par rapport à 2007 où l'on en comptait 168. Quant aux encours, ils sont affectés par une baisse d'environ 50%.

3 > Les OPCVM contractuels

Au 31 décembre 2008, l'AMF recensait 366 OPCVM contractuels représentant un encours de 16 milliards d'euros contre 296 OPCVM contractuels pour 15 milliards d'euros en 2007⁽³⁵⁾. L'encours géré par les OPCVM contractuels a ainsi diminué de 24% en 2008.

4 > Les FCIMT

Le nombre de FCIMT en 2008 est de 24, contre 27 en 2007, avec la création de 10 fonds en 2008 et la disparition de 13 fonds.

L'encours total des FCIMT s'élevait à 390,4 millions d'euros contre 512,2 millions d'euros en 2007, soit une diminution de 23,8%. Un seul fonds a un encours supérieur à 100 millions d'euros. Cette évolution peut s'expliquer par le développement de nouveaux véhicules de placement à fort effet de levier (OPCVM ARIA EL, OPCVM contractuels) qui viennent concurrencer les FCIMT.

5 > Les OPCVM d'épargne salariale

a) Les agréments initiaux

Au 31 décembre 2008, 2 757 FCPE étaient en activité contre 2 868 au 31 décembre 2007. 69% sont des fonds individualisés ou individualisés de groupe (FCPE réservés à une entreprise ou un groupe d'entreprises liées) ; 29% sont des fonds de multientreprises. Il existe également une SICAV d'actionariat salarié. En 2008, le nombre de créations de FCPE a diminué de 17%, passant de 231 en 2007 à 191.

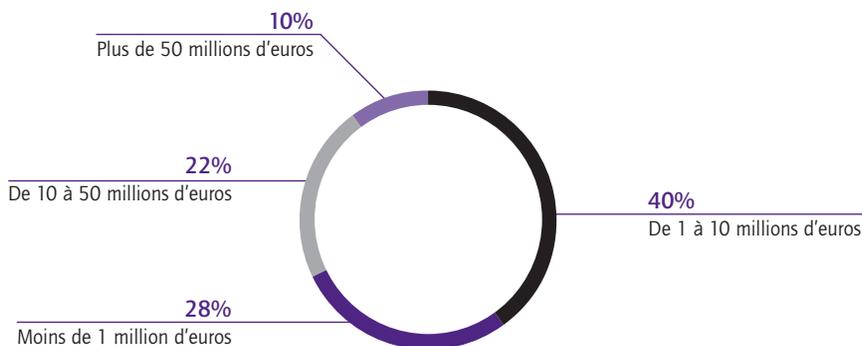
b) L'évolution des encours

L'encours global des FCPE s'est élevé à 71,3 milliards d'euros au 31 décembre 2008. Cet encours a diminué de plus de 18% par rapport au 31 décembre 2007.

(34) Au 31 décembre 2007, on dénombrait 106 OPCVM ARIA, avec ou sans effet de levier, gérant un encours de plus de 13 milliards d'euros.

(35) Depuis 2007, les OPCVM à procédure allégée ayant fourni un prospectus sont considérés comme contractuels.

Graphique 8 : répartition des FCPE selon l'importance de l'actif au 31 décembre 2008

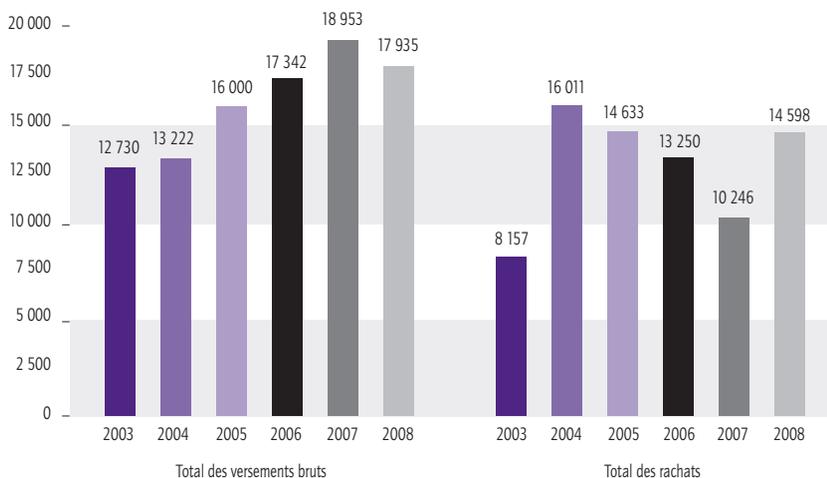


Source : AMF

En termes de répartition de niveau d'actif par OPCVM d'épargne salariale, on constate que seuls 10% des OPCVM d'épargne salariale ont un encours supérieur à 50 millions d'euros. Plus de 68% des OPCVM d'épargne salariale ont un actif inférieur à 10 millions d'euros.

Cette diminution des encours sous gestion s'explique essentiellement par la sous-performance des marchés actions au cours de l'année 2008.

Graphique 9 : évolution totale des versements et rachats depuis 2003 (en millions d'euros)



Source : AMF

Le niveau des versements bruts a diminué de près de 5% alors que le montant des rachats a augmenté de 42%. Cette situation s'explique par le fait que les salariés ont souhaité, dans ce contexte de crise, toucher leur épargne salariale quand cela a été possible et effectuer des opérations de rachat sur les avoirs disponibles afin de l'investir vers d'autres produits financiers.

1

2

3

4

5

6

7

8

Tableau 10 : décomposition Actif net des FCPE au 31 décembre 2008

	En millions d'euros	% actif net
Actions de l'entreprise	24 614 638	34,5%
Obligations de l'entreprise	2 273 604	3,2%
Actions de SICAV et parts de FCP	26 592 249	37,2%
Parts de FCC	53 887	0,1%
Actions françaises et assimilées (hors actions de l'entreprise)	3 193 924	4,5%
Actions pays zone euro et assimilées	2 853 846	4,0%
Obligations et assimilées	6 844 129	9,6%
Valeurs hors zone euro	1 323 774	1,9%
Produits dérivés	10 624	0,0%
Titres de créance négociables	3 742 613	5,2%
Dépôts de garantie	10 830	0,0%
Opérations contractuelles	- 299 629	- 0,4%
Liquidités et autres emplois	794 529	1,1%
Emprunts et autres dettes	- 669 804	- 0,9%
Total actif net	71 339 214	100,0%

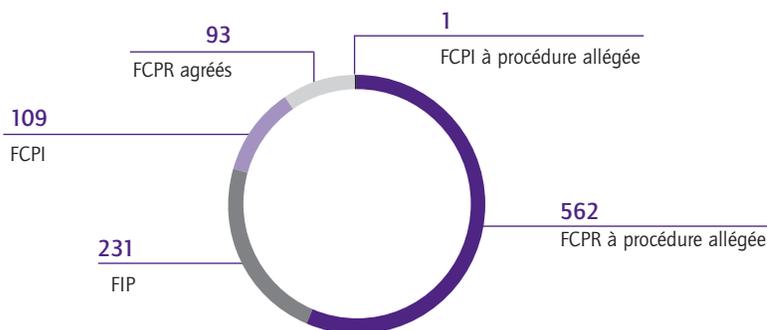
Source : AMF

La part des actions de l'entreprise dans lesquelles est investi l'actif net des OPCVM d'épargne salariale a fortement diminué par rapport à 2007 où elles représentaient plus de 40,3 milliards d'euros sur un actif net de 87,4 milliards d'euros.

6 > Les OPCVM de capital investissement

Au 31 décembre 2008, il existait 996 fonds communs de placement à risques (FCPR) en activité (contre 846 au 31 décembre 2007), composés à 23% de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et à 11% de fonds d'investissement de proximité (FIP).

Graphique 10 : répartition par catégorie du nombre de fonds de capital investissement existants au 31/12/2008



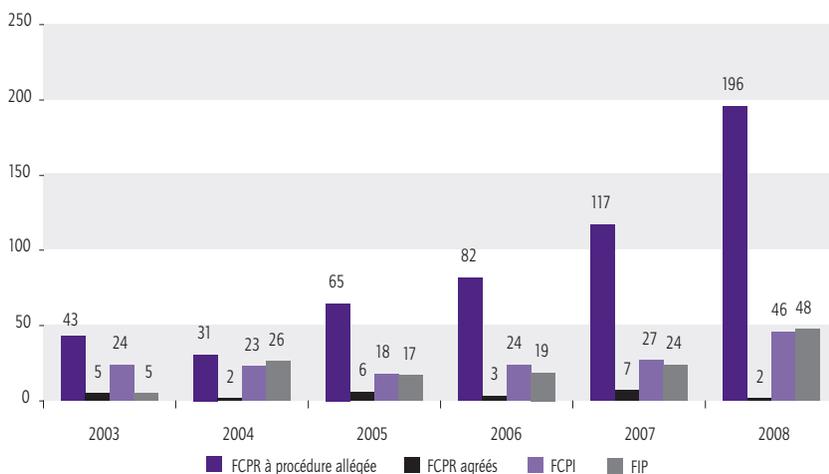
Source : AMF

a) Les agréments délivrés à la création

En 2008, 96 FCPR ont fait l'objet d'un agrément, contre 58 l'an dernier. La hausse du nombre d'agréments concernent les fonds d'investissement de proximité (FIP), dont le nombre d'agréments délivrés en 2008 est de 48 contre 24 en 2007, et les FCPI, dont le nombre d'agréments passe à 46, contre 27 l'année dernière.

Cette augmentation du nombre de FCPI et de FIP créés est due au succès du dispositif mis en place par la loi TEPA⁽³⁶⁾ qui instaure une réduction de l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) pour encourager l'investissement dans les petites et moyennes entreprises (PME) non cotées au travers notamment de ces deux types de véhicules d'investissement.

Graphique 11 : nombre de créations de fonds de capital investissement



Source : AMF

b) Les déclarations

En 2008, 196 FCPR bénéficiant d'une procédure allégée ont fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF, en augmentation de 67,5% par rapport à l'année 2007 (117 en 2007 et 82 en 2006).

Aucun FCPR contractuel n'a été déclaré au 31 décembre 2008.

c) L'évolution des encours

La somme totale de l'actif net sous gestion dans les véhicules de capital investissement s'élevait au 31 décembre 2008 à près de 32 milliards d'euros, soit une hausse sensible de plus de 6% par rapport à l'année précédente⁽³⁷⁾.

Au cours de l'année 2008, la libération des engagements de souscription a représenté 7,7 milliards d'euros⁽³⁸⁾ et les fonds ont collecté⁽³⁹⁾ 12,6 milliards d'euros.

(36) Loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, cf. *supra* page 153.

(37) Au 31 décembre 2007, la somme totale de l'actif net sous gestion dans les véhicules de capital investissement s'élevait à 30 milliards d'euros.

(38) Il s'agit des engagements de souscriptions libérés en 2008.

(39) Il s'agit des engagements de souscriptions, libérés ou non recueillis au cours de l'année 2008.

D – Le bilan 2008 des autres véhicules d'épargne et biens divers

1 > Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI)

Au 31 décembre 2008, il existait 30 sociétés de gestion de SCPI et de portefeuille exerçant une activité de gestion de SCPI, contre 38 fin 2007.

a) La collecte et les encours

La collecte brute s'est élevée en 2008 à 1 211,7 millions d'euros, contre 1 704,4 millions d'euros⁽⁴⁰⁾ en 2007.

En 2008, 45 sociétés ont procédé à des levées de fonds pour 900 millions d'euros, contre 1 387 millions d'euros⁽⁴⁰⁾ en 2007. Une SCPI fiscale ouverte au public en 2008 ne sera pas constituée, du fait d'une collecte insuffisante.

En baisse de 35% par rapport à 2007, cette collecte a été réalisée à hauteur de 74% par des SCPI investies en immobilier d'entreprise, le solde ayant été réalisé par des SCPI fiscales d'habitation.

53% de la collecte a été réalisée par 17 SCPI, gérées par 4 sociétés de gestion appartenant à 4 groupes.

Par ailleurs, le montant des échanges de parts intervenus par le biais du dispositif d'échange mis en place au quatrième trimestre de l'année 2002, obtenu en multipliant le nombre de parts échangées par le prix de souscription ou le prix d'exécution à la fin 2008, ressort à 311,7 millions d'euros, contre 317,4 millions d'euros en 2007.

La capitalisation totale des SCPI au 31 décembre 2008⁽⁴¹⁾ s'élève à cette date à 16,9 milliards d'euros, montant identique à celui de 2007.

b) Le marché secondaire

A la fin de l'année 2008, 368 000 parts étaient en attente de revente, soit 0,81% de la totalité des parts de SCPI. Ce chiffre est en hausse par rapport à celui de la fin 2007⁽⁴²⁾.

En 2008, 908 000 parts ont été échangées, contre 900 000 parts en 2007, ce qui représente 2% de la totalité des parts, contre 2,06% en 2007.

19 SCPI à capital fixe fermées ont vu le prix de leurs parts augmenter en moyenne de 6% en 2008 tandis que 42 ont connu une baisse moyenne de 11%. Pour 16 SCPI à capital variable ou fixe en période d'augmentation de capital, le prix de souscription a augmenté en moyenne de 6%, contre 8% en 2007, tandis que 8 ont connu une baisse en moyenne de 7%.

c) Les opérations concernant les SCPI

En 2008, l'AMF a délivré 19 visas à des SCPI, contre 31 en 2007 :

- > 6 à l'occasion de l'ouverture au public d'une SCPI ;
- > 11 à l'occasion de mise à jour à la suite d'une notes d'information consécutives à des augmentations de capital ou à l'occasion de l'émission d'un montant supplémentaire de SCPI à capital fixe ;
- > 2 dans le cadre de mise à jour à la suite d'une refonte complète de notes d'information.

Au 31 décembre 2008, le nombre de SCPI existantes s'élevait à 132, contre 127 en 2007.

Le nombre de dissolutions est en forte baisse, par rapport à 2007. Une seule SCPI a été dissoute, contre 11⁽⁴³⁾ en 2007. Au 31 décembre 2008, 53 SCPI étaient en cours de dissolution.

(40) Ces chiffres sont légèrement supérieurs à ceux publiés dans le Rapport annuel 2007. Ils tiennent, en effet, compte d'événements ayant eu lieu en 2007 mais portés tardivement à la connaissance de l'AMF.

(41) Obtenue en multipliant le nombre de parts par le prix de la part.

(42) Fin 2007, 81 500 parts étaient en attente de revente.

(43) Le Rapport annuel 2007 mentionnait l'existence de 10 dissolutions de SCPI. Une dissolution supplémentaire ayant été portée tardivement à la connaissance de l'AMF, le nombre de SCPI dissoutes été porté à 11.

2 > Les organismes de placement collectif immobilier (OPCI)

50 OPCI (SPPICAV) ont été agréés au 31 décembre 2008 dont :

- > 45 OPCI à règles de fonctionnement allégées avec effet de levier ;
- > 2 OPCI à règles de fonctionnement allégées sans effet de levier ;
- > 3 OPCI « grand public ».

3 > Les fonds communs de créances (FCC)

Au 31 décembre 2008, on comptait 6 sociétés de gestion de fonds communs de créances.

4 > Les sociétés pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle (SOFICA)

Sur la base d'une enveloppe fiscale globale de 63,07 millions d'euros allouée par le ministère du Budget, des Comptes publics et de la Fonction publique, l'AMF a délivré 12 visas en 2008 (contre 14 en 2007) :

- > 10 visas à l'occasion de la constitution de SOFICA pour un montant de 58,87 millions d'euros ;
- > 2 à l'occasion d'augmentations de capital pour un montant de 4,2 millions d'euros.

Les sommes collectées au cours de l'année 2008 se sont élevées à 61,1 millions d'euros, contre 63,07 en 2007.

3 SOFICA font l'objet d'un engagement de rachat à terme de leurs actions. Pour 2 d'entre elles, cet engagement émane de sociétés commerciales et pour la troisième d'un établissement financier.

5 > Les SOFIPECHE, les SEF et les biens divers

En 2008, l'AMF n'a pas délivré de visa sur des prospectus établis par des sociétés pour le financement de la pêche artisanale (SOFIPECHE) ou de note d'information pour des sociétés d'épargne forestière (SEF). Elle n'a pas non plus délivré de numéro d'enregistrement à des documents d'information de biens divers.

4 – L'évolution des infrastructures de marché

Au cours de l'année 2008, les groupes Euronext, LCH.Clearnet et Euroclear ainsi que les prestataires de services d'investissement exploitant un système multilatéral de négociation (SMN) ont soumis plusieurs projets à l'AMF, qui les a examinés en coordination étroite avec les autres autorités de régulation et de supervision compétentes⁽⁴⁴⁾.

A – L'activité et la régulation de l'entreprise de marché Euronext

Au cours de l'année 2008, 3 projets majeurs ont été discutés et approuvés par les régulateurs de NYSE Euronext. Ils concernent la création d'une nouvelle plate-forme technique de négociation (UTP – *Universal Trading Platform*), la mise en œuvre du carnet d'ordres unique (SOB – *Single Order Book*) entraînant la négociation des titres multilistés au sein d'un seul carnet d'ordres et le lancement d'une phase de tests concernant les nouvelles règles de négociation pour les *warrants* et certificats.

(44) Le Collège des régulateurs d'Euronext comprend l'AFM néerlandaise (*Authority for the Financial Markets*), l'AMF, la CBFA belge (Commission bancaire et financière et des assurances), la CMVM portugaise (*Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*) et la FSA britannique (*Financial Services Authority*).

Le Comité de coordination de la compensation regroupe, pour la supervision de LCH.Clearnet SA, les régulateurs français, belge, néerlandais et portugais, ainsi que la Banque de France, la BNB (Banque nationale de Belgique), la Banque du Portugal, la Commission bancaire, le CECEI et la DNB (de Nederlandsche Bank). Les autorités compétentes du groupe LCH.Clearnet comprennent par ailleurs la FSA et la Banque d'Angleterre. Enfin, le Comité des autorités compétentes d'Euroclear regroupe les régulateurs et banques centrales belges, britanniques, français et néerlandais. Le régulateur et la banque centrale irlandais participent en qualité d'observateurs.

1 > La plate-forme de négociation UTP

La mise en œuvre de la nouvelle plate-forme de négociation unique UTP est intervenue dans le cadre de la consolidation des systèmes informatiques du groupe NYSE Euronext et de l'harmonisation des environnements de négociation en Europe et aux Etats-Unis.

Outre d'importants changements en termes d'architecture technique (réseau et connectique uniques pour l'ensemble des marchés du groupe), les modifications apportées aux règles dans le cadre d'UTP ont eu pour objet de créer un nouveau type d'ordres⁽⁴⁵⁾, de modifier les caractéristiques d'ordres existants et d'introduire une nouvelle politique de gestion des seuils de réservation⁽⁴⁶⁾. Ces innovations et aménagements s'inscrivaient à la fois dans une volonté d'harmonisation des fonctionnalités proposées sur les marchés européens et américains (où elles existaient déjà) de NYSE Euronext et visaient, dans le même temps, à répondre à la concurrence des SMN qui se développent en Europe.

2 > Le carnet d'ordres unique (SOB)

Les modifications des règles harmonisées (livre I) introduites dans le cadre du projet de carnet d'ordres unique⁽⁴⁷⁾ ont essentiellement consisté à introduire le concept de « Marché de référence », utilisé pour décrire le marché sur lequel les négociations s'effectuent au sein du carnet d'ordres central, par opposition aux autres marchés sur lesquels un titre peut également être admis, mais où il ne sera négociable qu'à l'occasion de transactions hors carnet.

Le projet SOB, lié à la mise en œuvre de la phase 3 du projet ESES d'Euroclear (cf. *infra*, point D), a démarré le 14 janvier 2009.

3 > Le nouveau modèle de marché *warrants* et certificats

NYSE Euronext a souhaité modifier le modèle de marché permettant la négociation des *warrants* et certificats, afin de mieux prendre en compte le caractère particulier de ce marché et le rôle prépondérant de l'apporteur de liquidité. Ce nouveau modèle, autorisé par les régulateurs à démarrer initialement dans une première phase de test, différera de l'algorithme actuel principalement sur les deux points suivants :

- > l'encadrement des transactions, qui ne peuvent avoir lieu qu'à l'intérieur de la fourchette de prix achat-vente de l'apporteur de liquidité⁽⁴⁸⁾ ;
- > les ordres de l'apporteur de liquidité restant en carnet, qui peuvent avoir un caractère indicatif⁽⁴⁹⁾.

4 > Les autres modifications

a) L'exclusion de responsabilité

NYSE Euronext a demandé à modifier l'article 1.6 du livre I, afin de clarifier son rôle en précisant ses obligations et de limiter sa responsabilité vis-à-vis de ses membres et des émetteurs, lorsque l'entreprise de marché agit dans le cadre de ses obligations générales d'organisation de marchés réglementés (marchés équitables, ordonnés et efficaces), notamment en reprenant dans les règles des dispositions figurant jusque-là dans la convention d'admission des membres.

(45) Les ordres indexés, ou *Pegged Orders*, qui ont pour objectif de toujours suivre la meilleure limite affichée en carnet, sont définis à l'article 4203/4 des règles harmonisées (livre I).

(46) L'article 4403/1A des règles harmonisées (livre I) a été modifié.

(47) *Single Order Book* (SOB).

(48) Voir l'article 4203/6, nouvellement ajouté aux règles harmonisées (livre I).

(49) Voir l'article 4401/2 des règles harmonisées (livre I) qui a été complété.

b) Le compartiment spécial

Des modifications ont été effectuées à l'article P1.3.1 des règles locales d'Euronext Paris relatif au Compartiment spécial⁽⁵⁰⁾. Elles ont eu pour objet de tenir compte à la fois de la renumérotation de l'article 6903 des règles harmonisées (livre I) définissant le Compartiment spécial et des articles du code de commerce auxquels il est fait référence, et surtout de prendre en compte les nouvelles dispositions introduites par la réforme des procédures collectives, en particulier l'instauration d'une procédure de sauvegarde.

c) L'admission des *Exchange Traded Funds* (ETF) sur Euronext Paris

L'instruction locale N3-03 encadrant l'admission d'ETF sur Euronext Paris a été modifiée pour supprimer l'obligation supplémentaire qui s'imposait à la seule Place de Paris et subordonnant une telle admission à la conclusion par Euronext de contrats avec au moins deux membres du marché exerçant la fonction de tenue de marché (tandis que les règles de marché harmonisées – article 6705 du livre I – requièrent seulement la présence d'au moins un apporteur de liquidité).

Au 31 décembre 2008, il y avait 348 ETF admis sur les marchés Euronext dont 269 admis à Paris et négociés à Paris et 48 admis à Paris et à Amsterdam et négociés à Amsterdam⁽⁵¹⁾.

En 2008, il y a eu 164 nouvelles admissions d'ETF dont 141 à Paris négociés à Paris et 8 admis à Paris et à Amsterdam et négociés à Amsterdam.

B – Les systèmes multilatéraux de négociation

1 > Bluenext Derivatives

En mars 2008, le Collège de l'AMF a transmis au CECEI un avis favorable sur le programme d'activité de la société Bluenext SA, relatif au service d'investissement d'exploitation d'un système multilatéral de négociation – Bluenext Derivatives. La société a ensuite été agréée par le CECEI.

Bluenext Derivatives est un marché à terme sur lequel sont négociés deux contrats *futures* sur quotas d'émission de dioxyde de carbone dits également droits d'émissions de gaz à effet de serre (quotas européens d'émission de carbone et crédits « Kyoto »), avec chacun 4 échéances annuelles jusqu'en 2012, soit 8 instruments. La société exploite également un marché au comptant de ces droits d'émission, qui n'a pas nécessité d'agrément, ces droits n'étant pas considérés comme des instruments financiers.

2 > Powernext Derivatives

La société Powernext SA, qui exploite un marché à terme sur électricité depuis 2001, a soumis en octobre 2008 une demande de modification de ses règles afin de créer un nouveau compartiment permettant de négocier des contrats *futures* sur gaz naturel (*Powernext Gas Futures*).

Les modifications des règles ont consisté à distinguer, au sein de titres différents, les dispositions communes aux deux segments gaz et électricité de celles qui leur sont spécifiques.

La principale différence concerne la compensation des transactions : alors que les transactions sur contrats électricité sont compensées par LCH.Clearnet SA, celles effectuées sur contrats sur gaz naturel le sont par la chambre de compensation allemande *European Commodity Clearing* (ECC), filiale du marché allemand de l'énergie *European Energy Exchange* (EEX), spécialisée dans l'énergie.

(50) L'objet de ce compartiment est de « regrouper des titres dont les caractéristiques de marché ou financières sont affectées par des événements susceptibles de perturber durablement leur situation ou de compromettre le bon fonctionnement du marché ».

(51) Négociés : marché de référence dans le cadre du *Single Order Book*.

3 > MTS France

A l'occasion de l'ouverture à la concurrence, en juin 2008, du marché secondaire de la dette française, pour sa partie institutionnelle, MTS France – le prestataire de services d'investissement gérant la plate-forme de négociation du même nom – a souhaité modifier ses règles de marché afin d'y intégrer les dispositions souhaitées par l'AMTE (Association des marchés de taux en euros) pour encadrer l'ensemble des plates-formes désormais concurrentes.

En pratique, le Collège de l'AMF ne s'est pas opposé à la mise en œuvre des modifications des règles proposées par MTS France, dans la mesure où les dispositions voulues par l'AMTE existaient déjà dans les précédentes règles de MTS France et qu'il s'agissait essentiellement d'un travail de réorganisation.

C – L'activité et la régulation de la chambre de compensation LCH.Clearnet SA

En 2008, LCH.Clearnet SA a soumis au Collège de l'AMF plusieurs projets en vue d'élargir le périmètre des marchés auxquels elle offre des services de compensation, ainsi que les modifications correspondantes de ses règles de fonctionnement :

- > le 4 mars 2008, le Collège de l'AMF a approuvé le projet d'offre de services à la Bourse du Luxembourg. Ainsi, LCH.Clearnet SA fournit depuis le 14 mars 2008 un service de nature technique pour l'ensemble des titres éligibles, faisant le lien entre la plate-forme de négociation et le système où se dénouent les opérations, et apporte sa garantie pour les titres les plus liquides ;
- > le 19 juin 2008, le Collège de l'AMF a examiné le projet d'offre de services à la plate-forme Equiduct, opérée par la Bourse de Berlin. Le Collège a approuvé ce projet et les modifications correspondantes des règles de fonctionnement de la chambre, sous réserve de la satisfaction de certaines conditions, notamment l'obtention des accords nécessaires des autres autorités concernées. LCH.Clearnet SA garantira les transactions sur les actions négociées sur Equiduct et admises sur les marchés européens de NYSE Euronext ;
- > le 12 septembre 2008, le Collège de l'AMF a approuvé le projet de LCH.Clearnet SA de compenser et garantir certaines transactions sur la plate-forme britannique de négociation de blocs d'actions, Smartpool. Il s'agit des transactions sur les actions admises sur les marchés européens de NYSE Euronext.

Le dispositif de gestion des risques mis en place par LCH.Clearnet SA pour la Bourse du Luxembourg, Equiduct et Smartpool, sera identique à celui en vigueur pour la compensation des marchés au comptant européens de NYSE Euronext : mêmes méthodes de calcul des dépôts de garantie et des marges et même fonds de garantie mutualisé.

En 2008, LCH.Clearnet SA a, par ailleurs, pris en charge la compensation des opérations sur instruments dérivés sur quotas d'émission de dioxyde de carbone, négociés sur la plate-forme Bluenext Derivatives. Les règles de fonctionnement de la chambre ont été modifiées, pour mentionner notamment que les membres compensateurs sur Bluenext contribueront à l'un des deux fonds de garantie déjà en place chez LCH.Clearnet SA. Le Collège de l'AMF, lors de sa séance du 15 avril 2008, a approuvé ces modifications des règles, sous réserve que l'utilisation du fonds de garantie existant soit revue si l'adhésion d'établissements industriels comme membres compensateurs sur Bluenext venait à être envisagée.

Enfin, le Collège de l'AMF a approuvé diverses modifications des règles de fonctionnement de LCH.Clearnet SA, en lien notamment avec le projet ESES du groupe Euroclear (cf. *infra*, point D).

D – L'activité et la régulation du gestionnaire de système de règlement-livraison et dépositaire central Euroclear France

L'année 2008 a été marquée pour le groupe Euroclear par la poursuite du projet *Euroclear Settlement of Euronext-Zone Securities* (ESES). Ce projet, commun à Euroclear France, Euroclear Belgium et Euroclear Nederland, vise à fournir aux adhérents de ces entités une plate-forme de règlement-livraison intégrée et un service de conservation des titres harmonisé. Le 26 novembre 2007 avait marqué la première phase du projet, avec la migration du système de règlement livraison d'Euroclear France, RGV2, vers ESES France. Le 18 février 2008 a eu lieu la seconde phase du projet. Cette seconde phase a correspondu à la connexion du système ESES France au système de paiement en euro monnaie banque centrale, *Target2*, et à la prise en compte du nouveau projet de gestion des garanties, « Gestion globale des garanties », de la Banque de France. Enfin, le 19 janvier 2009, a été mise en œuvre la troisième phase du projet, au terme de laquelle Euroclear Belgium et Euroclear Nederland ont migré sur ESES. Le Collège de l'AMF, lors de ses séances du 22 janvier 2008 et du 13 novembre 2008, a approuvé les modifications des règles de fonctionnement de Euroclear France, en sa qualité de gestionnaire de système de règlement-livraison et de dépositaire central, en lien avec les phases deux et trois d'ESES.

Enfin, le groupe Euroclear a soumis au Collège de l'AMF, qui l'a approuvé lors de sa séance du 25 novembre 2008, un projet d'harmonisation de la gouvernance d'Euroclear France avec celles d'Euroclear Belgium et d'Euroclear Nederland. Ce projet vise à renforcer la coordination entre les trois entités sur les sujets liés à ESES, tout en préservant les spécificités nationales. Il donnera lieu notamment à la nomination d'un directeur général commun, à l'harmonisation de la composition des conseils d'administration et à la mise en place d'un « collège ESES », instance consultative commune aux trois entités qui préparera les décisions liées à ESES. Les spécificités nationales seront quant à elles préservées, grâce à la nomination d'un directeur pays au sein de chaque entité, qui participera au Collège ESES.

NB : les états chiffrés détaillés des autorisations et agréments délivrés pour les sociétés de gestion de portefeuille, prestataires d'investissement et OPCVM, sont renvoyés en annexe 3, en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Publications > Rapport annuel ».

1

2

3

4

5

6

7

8

CHAPITRE 5

La surveillance et la discipline des marchés

- | | |
|--|-----|
| 1 – La surveillance des marchés | 182 |
| 2 – Le contrôle des prestataires de services d'investissement et des infrastructures de marché | 185 |
| 3 – Les enquêtes | 191 |
| 4 – Les transmissions à d'autres autorités | 194 |

L'Autorité des marchés financiers assure la surveillance quotidienne du bon fonctionnement du marché, de la protection de l'épargne et de la qualité de l'information financière.

Elle dispose à cette fin de moyens performants et travaille en coordination avec les autres autorités nationales⁽¹⁾ et étrangères chargées du contrôle des professions bancaires et financières.

L'AMF conduit des contrôles et des enquêtes sous l'autorité de son secrétaire général et s'appuie sur trois services qui assurent :

- > la surveillance des marchés – surveillance des transactions et des comportements des opérateurs, afin de détecter d'éventuelles anomalies dans le fonctionnement des marchés ;
- > les contrôles sur pièces et sur place des prestataires de services d'investissement (PSI), y compris des sociétés de gestion de portefeuille (SGP), afin de s'assurer qu'ils respectent les règles qui s'appliquent à leur activité ;
- > les enquêtes, qui portent sur l'information financière et les abus de marché.

L'AMF peut recourir à des corps de contrôle extérieurs pour accomplir sa mission, notamment : la Commission bancaire, Euronext Paris, le dépositaire central ou des cabinets d'experts.

Ce chapitre détaille les activités de contrôle *a posteriori*, de surveillance et d'enquête menées par l'AMF en 2008.

Tableau 1 : bilan de la surveillance et de la discipline des marchés en 2008

	2007	2008
Nombre de contrôles lancés sur place auprès de prestataires de services d'investissement	105	66 *
Nombre de contrôles sur place terminés auprès de prestataires de services d'investissement	72	81
Nombre de contrôles sur pièces lancés auprès de prestataires de services d'investissement	97	108
Nombre de rapports envoyés en suite de contrôles sur pièces	-	17
Nombre d'enquêtes ouvertes	92	97
Nombre d'enquêtes terminées	96	95

* La baisse enregistrée en 2008 dans le chiffre des contrôles lancés sur place est à mettre en regard du renforcement des contrôles sur pièces.

Source : AMF

Quelles sont les suites* possibles d'une enquête ou d'un contrôle AMF ?

- 1 – Le classement du dossier.
- 2 – L'envoi, par la Commission spécialisée du Collège, d'observations, éventuellement rendues publiques, aux personnes intéressées. Tout rapport de contrôle, qu'il soit sur place ou sur pièces, est adressé au prestataire qui fait ses observations sauf décision contraire du Collège (art. 143-5 du règlement général), puis donne lieu à une lettre de suite.
- 3 – Le prononcé d'une injonction par l'AMF ou, à la demande de l'AMF, par le président du Tribunal de grande instance de Paris.
- 4 – L'ouverture d'une procédure de sanction par la Commission spécialisée du Collège.
- 5 – La transmission du rapport d'enquête ou de contrôle au Parquet lorsque des faits paraissent constitutifs d'un délit.
- 6 – La transmission du rapport à d'autres autorités administratives, françaises ou étrangères, pour des faits relevant de leur compétence.

* Un même rapport de contrôle ou d'enquête peut comporter plusieurs suites.

Source : AMF

(1) Banque de France, Commission bancaire, Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM), Comité des entreprises d'assurance.

1 – La surveillance des marchés

Le Service de la surveillance des marchés de l'AMF est composé d'une équipe d'une quinzaine de personnes. Ce service a la responsabilité de la surveillance des opérations réalisées sur les marchés et du comportement des prestataires de services d'investissement. Son objectif est de détecter tout événement ou comportement anormal qui pourrait être qualifié de manquement ou de délit boursier (il s'agit notamment des hypothèses de manipulation de cours, d'opération d'initié et de diffusion de fausse information). Il doit également apprécier le bon fonctionnement des marchés et évaluer la régularité des interventions des prestataires de services d'investissement. Il rassemble des éléments de nature à motiver l'ouverture d'une enquête administrative.

Cette surveillance s'exerce de façon concomitante sur l'ensemble des instruments financiers négociés sur la Bourse de Paris, soit plus d'un millier de titres de capital de sociétés (675 sur Eurolist, 119 sur Alternext, 285 sur le Marché libre), plus de 2 000 titres obligataires, près de 10 000 warrants et certificats, plus de 110 classes d'options et près d'un millier de prestataires de services d'investissement.

A – Un outil informatique exploitant des bases de données

Le système SESAM est un outil informatique développé et utilisé conjointement par les services chargés de la surveillance des marchés, des enquêtes et du contrôle des prestataires et des infrastructures de marché. Il permet d'accéder, *via* des écrans de contrôle⁽²⁾, à l'ensemble des transactions depuis 1991, sur les marchés d'actions et de dérivés, aux caractéristiques détaillées de tous les ordres transmis sur les marchés ainsi qu'aux déclarations transmises par les prestataires de services d'investissement par le système de *reporting* direct des transactions (RDT).

Le volume des informations collectées s'est encore sensiblement accru en 2008. L'entreprise de marché Euronext Paris a transmis 824 millions d'ordres (marché comptant d'Euronext Paris, hors *warrants*, *trackers* et certificats) et 133 millions de transactions à l'AMF (marché comptant Euronext Paris). Ces chiffres sont en augmentation par rapport à 2007 de respectivement 85% et 25%. L'augmentation significative du volume d'ordres peut s'expliquer par la généralisation des automates de *trading* qui, combinés à la multiplicité des plates-formes de négociations, entraînent un nombre important d'annulations d'ordres. La volatilité exceptionnelle rencontrée sur les marchés en 2008 permet également d'expliquer l'augmentation des volumes d'ordres, notamment en raison des ajustements induits par l'ampleur des fluctuations.

B – La surveillance quotidienne des marchés

La surveillance s'effectue sur la base de plusieurs sources d'information :

- > l'AMF reçoit de manière automatique les transactions sur valeurs françaises et leur applique une batterie de 76 tests automatiques de toute nature, de manière à détecter les transactions anormales. Ce système génère des alertes quotidiennes que le service expertise, soit pour rechercher une explication légitime à un comportement atypique, soit pour confirmer l'existence de transactions suspectes ;
- > l'AMF reçoit également des alertes de diverses provenances – Euronext, émetteurs sur leurs propres valeurs, courriers adressés au Service de la médiation de l'AMF, déclarations d'opérations suspectes, etc. A cet égard, le travail du Service de la surveillance des marchés consiste à vérifier, puis compléter l'information reçue afin de déterminer si les faits peuvent être constitutifs d'une éventuelle infraction boursière.

(2) 30 écrans.

Une mention particulière doit être réservée aux déclarations d'opérations suspectes. Prévues par la directive Abus de marché, la procédure de déclaration des opérations suspectes par les prestataires de services d'investissement a continué d'être une source d'information complémentaire très utile pour le Service de la surveillance des marchés qui centralise et analyse l'ensemble de ces déclarations.

135 déclarations ont été reçues par le Service de la surveillance en 2008, concernant 122 opérations suspectes, chiffres relativement proches de ceux de 2007 (133 déclarations pour 125 opérations suspectes).

Pour la plupart, ces déclarations concernent des opérations émanant de la clientèle de détail des prestataires de services d'investissement. Ceux-ci semblent réticents à transmettre à l'AMF les transactions suspectes de clients professionnels, sans doute en raison d'un enjeu commercial plus important. Or, il est rappelé que l'obligation de déclaration s'applique quelle que soit la nature du client, dès lors que la transaction est effectuée sur le marché réglementé Eurolist.

Dans les deux cas, pour détecter et caractériser les faits, l'AMF s'appuie sur le système SESAM (cf. *supra*, page 182). Près de 55 000 alertes ont ainsi été générées automatiquement par le système SESAM en 2008, soit plus de 200 par jour. Après examen, près de 470 dossiers ont fait l'objet d'une étude plus approfondie nécessitant des demandes d'information auprès des établissements financiers intermédiaires, notamment en ce qui concerne les clients bénéficiaires finaux. À l'issue de ces analyses, les soupçons de manquement ont paru suffisamment caractérisés dans 30 cas pour motiver une proposition d'ouverture d'enquête, qui a effectivement donné lieu à décision d'ouverture par le secrétaire général.

De manière générale, la surveillance des marchés demeure à l'origine de la très grande majorité (73,1%) du total d'enquêtes ouvertes à l'initiative de l'AMF.

C – La prise en compte de l'internationalisation des mécanismes de marché

Afin que l'apparition de nouveaux lieux d'exécution des ordres prévue par la directive MIF ne se traduise pas par des obstacles susceptibles de ralentir la mission de surveillance du régulateur, un schéma de *reporting* garantit que les données relatives aux transactions sur les valeurs françaises sont portées à la connaissance de l'AMF, y compris lorsqu'elles ont eu lieu en dehors des plates-formes gérées par Euronext. Ainsi, les prestataires de services d'investissement français déclarent directement à l'AMF leurs transactions sur valeurs françaises effectuées en dehors d'Euronext (flux dit « RDT » pour *reporting* des transactions), et les autres prestataires de services d'investissement européens les déclarent à leur propre régulateur, qui les transmet ensuite à l'AMF (flux dit « TREM » pour *transaction reporting exchange mechanism*).

En 2008, ces différents flux ont été progressivement rendus exploitables pour faire l'objet d'une détection d'anomalie automatique par le système d'alerte de l'AMF, de même que celles reçues directement d'Euronext, notamment par le système SESAM. Ainsi, 330 prestataires de services d'investissement français ont déclaré 163 millions d'opérations *via* le système RDT. Le volume des informations collectées par ce système a ainsi été multiplié par 5 depuis l'entrée en vigueur de la directive MIF en novembre 2007. En outre, l'AMF a reçu 191 millions de déclarations de ses homologues européens et leur a transmis 98 millions de déclarations.

L'internationalisation des marchés est visible par l'augmentation des flux de données mais aussi par le nombre de situations ayant conduit l'AMF à demander des précisions à des prestataires de services d'investissement relevant d'autres juridictions européennes. Ainsi, le Service de la surveillance a-t-il formulé en 2008 près de 400 requêtes relatives à une centaine de dossiers distincts auprès de régulateurs étrangers. Ces chiffres sont en forte augmentation par rapport à l'année 2007, au cours de laquelle 110 requêtes portant sur 66 dossiers distincts avaient été formulées. Il est à noter que les

1

2

3

4

5

6

7

8

investigations sur les ventes à découvert, menées du fait du contexte particulier au second semestre 2008, ont généré à elles seules une centaine de demandes (voir *supra*, page 150).

Cette tâche a toutefois été singulièrement facilitée par le ralliement des régulateurs des principaux Etats membres, notamment la FSA⁽³⁾, à l'interprétation de la MIF défendue par l'AMF, selon laquelle un régulateur national peut s'adresser directement à un prestataire de services d'investissement d'un autre Etat membre agissant en tant que membre à distance d'un marché réglementé (*remote member*) sur un marché réglementé soumis à son contrôle. L'AMF adresse donc désormais directement ses demandes d'identifications de clients à des *remote members* européens, en particulier aux nombreux acteurs basés à Londres, la FSA étant informée en parallèle de ces requêtes.

D – L'adaptation à un contexte de marché particulièrement instable

La très forte volatilité des marchés, perceptible dès l'automne 2007, s'est encore accentuée en 2008. La pertinence de certains tests destinés à détecter des transactions atypiques en a été transitoirement affectée, les systèmes d'alerte de l'AMF étant plus fréquemment déclenchés par le seul jeu de la volatilité accrue des marchés, sans que des configurations d'abus de marché soient nécessairement plus fréquentes pour autant.

Tout en s'assurant de l'adaptation de ses tests à des phases de marché perturbées, l'AMF a mis en œuvre des mesures de surveillance spéciales en fonction de ce contexte :

- > demandes auprès d'Euronext visant à identifier en temps réel les clients à l'origine de certaines transactions responsables de décalages de cours brutaux, notamment à l'automne 2008 sur les valeurs bancaires françaises, sans attendre le traitement des transactions et des ordres par le système SESAM ;
- > investigations sur les clients à l'origine de suspens de règlement-livraison sur la vente de valeurs bancaires après le 22 septembre 2007. Les suspens peuvent résulter de ventes à découvert dites « nues » (*naked short selling*) de ces valeurs. Il s'agit de situations dans lesquelles le vendeur n'aurait pas pris les dispositions de nature à lui permettre d'être en mesure de livrer les titres à bonne date, alors même que l'interdiction de cette pratique avait été rappelée et renforcée par l'AMF.

E – La participation aux travaux internationaux dans le domaine de la surveillance

L'AMF participe au sein du CESR à un groupe d'échange de bonnes pratiques et d'informations d'intérêt mutuel. Dans ce cadre, l'AMF a notamment initié une réflexion sur le rapprochement des pratiques et du cadre juridique en matière d'exploitation et de transmission à des autorités tierces des déclarations d'opérations suspectes. Elle participe également au groupe de travail relatif à l'harmonisation des déclarations de *reporting* au niveau européen, ainsi qu'à l'amélioration de la fiabilité et de la bonne interprétation des données issues du système TREM.

L'AMF joue enfin un rôle moteur dans le projet d'échange d'informations entre régulateurs⁽⁴⁾ des transactions portant sur des instruments financiers dérivés OTC. Non assujetties à déclaration par la directive MIF, les transactions sur ce type d'instruments ayant pour sous-jacents des titres négociés sur un marché réglementé ou organisé peuvent toutefois conduire à l'utilisation d'informations privilégiées, à la manipulation de cours ou encore à la diffusion de fausse information. Le degré de recensement de ces transactions diffère d'un pays à l'autre en raison du caractère facultatif de la règle communautaire en la matière. Il importe donc d'identifier dans quel cadre les informations relatives à ces transactions pourraient être collectées et mises en commun afin de parfaire leur surveillance. L'objectif est de parvenir à un accord de principe sur les modalités de l'échange d'informations au printemps 2009.

(3) *Financial Services Authority* britannique.

(4) Via le système TREM.

2 – Le contrôle des prestataires de services d'investissement et des infrastructures de marché

Pour assurer ses missions de contrôle des prestataires, le Service du contrôle des prestataires et des infrastructures de marché (CPIM) s'appuie sur une équipe d'une vingtaine d'inspecteurs.

Ce service veille au respect de la réglementation par les prestataires relevant de la compétence de l'AMF⁽⁵⁾.

Les activités de contrôle couvrent 976 entités régulées :

- > 571 sociétés de gestion de portefeuille (SGP) ;
- > 103 entreprises d'investissement, dont 41 dotées du statut de teneur de compte conservateur ;
- > 291 établissements de crédit prestataires de services d'investissement (PSI), dont 255 dotés du statut de teneur de compte conservateur ;
- > 9 teneurs de comptes conservateurs ;
- > 3 entités gérant des infrastructures de marché.

Les infrastructures de marché supervisées par l'AMF sont :

- > 1 entreprise de marché (Euronext Paris) gérant 3 marchés réglementés (Eurolist – Monep – Matif) et 2 systèmes multilatéraux de négociation (Marché libre – Alternext) ;
- > 1 dépositaire central et gestionnaire d'un système de règlement-livraison (Euroclear France) ;
- > 1 chambre de compensation (LCH.Clearnet) agréée en qualité de PSI assurant également la gestion d'un système de règlement livraison.

Les activités de contrôle couvrent aussi 2 648 conseillers en investissements financiers (CIF) et leurs 6 associations professionnelles agréées.

A – Les contrôles sur pièces

Par des contrôles sur pièces inopinés ou périodiques, l'AMF analyse les informations qui lui sont transmises et vérifie ainsi leur conformité à la réglementation.

Afin de structurer les travaux d'investigation à l'égard des PSI et des infrastructures de marché, le service du CPIM a été réorganisé au début de l'année 2008 pour consacrer une partie de ses effectifs à des contrôles à distance, c'est-à-dire sans se rendre dans les locaux du prestataire. En effet, en application des articles 143-1 et 143-2 de son règlement général, l'AMF peut contrôler un établissement sur la base des pièces dont ses services auront demandé la communication. Le principal objectif de cette réorganisation vise à accroître le taux de couverture des établissements contrôlés et à être plus réactif lorsque la situation l'exige. En 2008, les contrôles menés sur pièces ont conduit à l'envoi à des PSI de 17 rapports de contrôle.

L'AMF collecte de nombreuses informations dont l'analyse permet d'identifier des anomalies qui nécessitent des explications des prestataires concernés. L'équipe en charge des contrôles sur pièces développe actuellement, avec le concours d'autres services de l'AMF, des outils de surveillance afin de systématiser certaines vérifications.

Depuis 2008, des outils de détection des anomalies dans la variation des valeurs liquidatives d'OPCVM permettent d'identifier, par exemple, des anomalies de corrélation entre un OPCVM et son *benchmark*. Cet outil permet également de mettre en évidence d'éventuelles opérations de *market-timing*⁽⁶⁾.

(5) Il évalue l'efficacité de l'organisation et des moyens mis en œuvre dans les sociétés de gestion et les entreprises d'investissement et vérifie la bonne application de la réglementation de l'AMF.

(6) *Market-timing* ou « opération d'arbitrage sur valeur liquidative » consiste à tirer profit d'un éventuel écart de cours (valorisation). Article publié dans la Revue mensuelle AMF n° 15 de juin 2005, page 53.

Actuellement, les sources d'information susceptibles de nourrir les contrôles sur pièces sont notamment :

- > les déclarations de transactions effectuées par les prestataires et par les entreprises de marché ;
- > les déclarations de valeurs liquidatives (VL) et de nombre de parts des OPCVM (détection des anomalies de VL) ;
- > les déclarations de sanctions prises par les PSI à l'encontre de titulaires de cartes professionnelles⁽⁷⁾ ;
- > les rapports annuels et rapports spécifiques établis par les sociétés de gestion et autres PSI ;
- > les travaux réalisés par le Service de la surveillance des marchés ;
- > les prospectus des OPCVM ;
- > le fichier des cartes professionnelles ;
- > les plaintes ou réclamations transmises par des investisseurs ;
- > les fichiers transmis pas Euroclear France et LCH.Clearnet sur les suspens de règlement et de livraison ;
- > les informations transmises par d'autres autorités de contrôle.

La détection de certaines anomalies peut également résulter du croisement de ces différentes sources d'information.

Les contrôles sur pièces permettent d'industrialiser certaines vérifications portant sur un thème précis et de conduire des contrôles simultanés chez un nombre élevé de prestataires. Grâce à l'envoi de questionnaires types, le processus de dépouillement et d'analyse des informations collectées permet d'adopter une méthodologie commune pour chacun des établissements contrôlés.

108 contrôles sur pièces ont été lancés au cours de l'année 2008. Ils se décomposent de la manière suivante :

Tableau 2 : répartition des contrôles sur pièces lancés en 2008

	Contrôles sur pièces	108
sur la base de	Anomalies de marché	37
	Contrôles des déclarations réglementaires	33
	Plaintes et réclamations	25
	Déclarations de sanctions de titulaires de cartes professionnelles	10
	Informations transmises par d'autres autorités	3

Source : AMF

Les contrôles sur pièces menés en 2008 s'appuient notamment sur plusieurs rapports envoyés par les PSI.

1 > Les rapports annuels de contrôle des responsables de la conformité des services d'investissement et des responsables de la conformité et du contrôle interne

Les rapports de contrôle des services d'investissement⁽⁸⁾ que les PSI (ainsi que l'entreprise de marché, la chambre de compensation et le dépositaire central) remettent à l'Autorité des marchés financiers, respectivement fin avril pour les PSI hors sociétés de gestion et le 15 mai pour les sociétés de gestion, au titre de l'exercice précédent, fournissent un état des lieux et servent à orienter les contrôles sur place menés ensuite par l'Autorité.

Comme en 2007, l'AMF a proposé aux PSI, pour l'élaboration du rapport annuel 2008, un questionnaire dont l'utilisation permet de normer les réponses et qui facilite leur analyse et le suivi statistique des travaux de contrôle des services d'investissement que les PSI déclarent exercer.

Les informations sont collectées sur une base déclarative. L'exploitation des réponses fournies par les prestataires dans ces rapports permet néanmoins à l'AMF d'avoir une vue d'ensemble du respect des

(7) En application de l'article 313-36 du règlement général de l'AMF.

(8) Article 313-7 du règlement général de l'AMF.

règles qu'elle édicte. L'identification des anomalies lui permet en outre d'orienter ses actions de contrôle sur un prestataire, un sujet ou une population spécifique. Les tests de cohérence sur les réponses reçues suivis d'échanges avec les prestataires concernés peuvent donner lieu à des contrôles.

Les rapports de contrôle établis en 2008 au titre de l'année 2007 ont notamment porté sur l'avancement de la mise en place des mesures nécessaires pour assurer le respect des obligations professionnelles issues de la directive MIF.

Afin de répondre aux interrogations des PSI et fluidifier le suivi de la transmission de ces rapports, une assistance téléphonique dédiée a été mise en place.

L'analyse de ces rapports a montré qu'une grande majorité des PSI s'était dotée des dispositifs, mesures et procédures de nature à garantir le respect des dispositions réglementaires introduites par la directive MIF dans les délais impartis.

2 > Les contrôles spécifiques

L'AMF a lancé, en 2008, plusieurs séries de contrôles spécifiques portant sur des thèmes précis. Ainsi, une douzaine de contrôles ont été diligentés sur la gestion, par les SGP, de la crise de liquidité ayant affecté les OPCVM monétaires. Une quinzaine de contrôles ont été menés sur la publication, par les PSI, des transactions effectuées de gré à gré et portant sur des titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen.

Par ailleurs, sur la question particulière des conflits d'intérêts, l'AMF avait demandé aux responsables de la conformité pour les services d'investissement (RCSI) et aux responsables de la conformité et du contrôle interne des PSI (RCCI) de lui adresser, pour le 1^{er} novembre 2007, date d'entrée en vigueur de la directive MIF et de sa directive d'application, un rapport spécifique présentant :

- > un recensement des situations potentiellement porteuses de conflits d'intérêts ;
- > les grandes lignes de leur politique de gestion des conflits d'intérêts, notamment les procédures de contrôle des échanges d'informations, les rattachements hiérarchiques et/ou les politiques de rémunération ;
- > les dispositions spécifiques à l'activité de recherche en investissement ;
- > pour les sociétés de gestion, la revue des dispositions propres à la gestion collective.

La synthèse de ces rapports⁽⁹⁾ aboutit aux conclusions suivantes :

- > la plupart des PSI sont conscients de la nécessité de la prévention dans la gestion des conflits d'intérêts. Cela s'est traduit par la mise en place d'actions de sensibilisation et de formation des personnels. Ils sont également au fait des conséquences que peut avoir une mauvaise appréciation des conflits d'intérêts sur la réputation de leur établissement pouvant entraîner une détérioration de la relation clients et les exposant à un risque sur la pérennité des résultats. Certains ont ainsi intégré dans leurs programmes de contrôle des mesures de détection et de prévention actualisées ;
- > la plupart des rapports pointent plus les conflits d'intérêts détectés et résolus, pour lesquels des procédures ont été mises en place, que ceux résiduels, persistant après évaluation du dispositif. L'AMF a donc recommandé aux PSI de s'attacher à la détection et la prévention de conflits d'intérêts non encore résolus ;

L'AMF a rappelé que l'information à destination du client non professionnel relative aux conflits d'intérêts non résolus est obligatoire et préalable à la fourniture de services d'investissements ou de services connexes. Elle doit être suffisamment détaillée et claire, fournie sur un support durable, afin que le client puisse prendre sa décision en connaissance de cause.

(9) Présentée au Collège de l'AMF en décembre 2008 et publiée dans la Revue mensuelle de janvier 2009, n° 54.

Les résultats d'une étude⁽¹⁰⁾, menée en 2007, sur la politique de vote relative aux titres détenus par les OPCVM gérés et sur sa mise en œuvre ont été présentés au Collège de l'AMF en février 2008. Cette étude a été menée sur la base d'un questionnaire adressé à une douzaine de sociétés de gestion de taille moyenne, gérant en 2006 au minimum deux OPCVM classés « actions ». Le contrôle a présenté des résultats satisfaisants ; toutes les sociétés de l'échantillon disposant des deux documents requis par la réglementation. Les documents « politique de vote »⁽¹¹⁾ ont été jugés complets dans la mesure où ils présentent le plus souvent de façon claire l'organisation de la société de gestion en matière d'exercice des droits de vote. Enfin, les rapports spécifiques des RCSI au titre de l'année 2006 sur l'exercice des droits de vote examinés dans le cadre de cette étude ont été jugés satisfaisants, même si des disparités ont été relevées quant au niveau des détails fournis sur les informations demandées.

Le Service du CPIM a également présenté au Collège la synthèse des rapports d'activité⁽¹²⁾ de cinq des six associations professionnelles de CIF agréées par l'Autorité des marchés financiers⁽¹³⁾ qu'elle avait reçus en octobre 2008, au titre de l'année 2007, en application de l'article 325-23 du règlement général de l'AMF. L'AMF, considérant que l'organisation de cette activité se trouvait dans une phase prospective, a adressé une lettre d'observation à chacune des associations professionnelles de CIF, faisant le point des remarques relatives à son organisation.

3 > La surveillance des infrastructures de marché

Le Service du contrôle des infrastructures de marché surveille les infrastructures de marché et rencontre régulièrement dans ce cadre des représentants d'Euronext Paris, de LCH.Clearnet et d'Euroclear France.

Parmi les points ayant fait l'objet d'un suivi particulier avec Euronext Paris, ont figuré notamment :

- > la réintégration des activités informatiques au sein du groupe Euronext, sous la forme d'une filiale dédiée, NYSE Euronext Technology ;
- > la préparation du remplacement du système de négociation NSC par le système UTP (*Universal Trading Platform*) ;
- > l'analyse des incidents ayant affecté le fonctionnement des marchés et les mesures prises par l'entreprise de marché pour y remédier ;
- > la coopération entre l'AMF et Euronext pour renforcer les outils de surveillance du marché.

Le projet UTP, qui consiste à harmoniser les environnements de négociation du groupe NYSE Euronext en Europe et aux Etats-Unis, vise à doter le groupe non seulement d'une plate-forme de négociation unique mais aussi d'un réseau et d'une connectique uniques pour l'ensemble des marchés qu'il gère. Il introduit des modifications substantielles dans le format des données transmises quotidiennement par l'entreprise de marché à l'AMF pour alimenter le système SESAM. Ce projet a fortement mobilisé les équipes de l'AMF en 2008, et ces efforts seront poursuivis en 2009.

Par ailleurs, l'AMF a poursuivi sa coopération avec les différents régulateurs du groupe Euronext pour analyser avec ses homologues étrangers la mise en œuvre de certaines exigences réglementaires par l'entreprise de marché, notamment dans le cadre du carnet d'ordre unique. Plusieurs groupes de travail ont été constitués sur les divers sujets : cartographie des risques, plan de continuité de l'activité, etc.

S'agissant du dépositaire central Euroclear France et de la chambre de compensation LCH.Clearnet, l'AMF s'est concentrée sur le suivi des suspens et la prévention des incidents techniques.

(10) Publiés dans la Revue mensuelle de mars 2007, n° 34.

(11) Articles 314-100 à 314-104 du règlement général de l'AMF.

(12) Articles 325-23 et 325-25 du règlement général de l'AMF.

(13) Les associations professionnelles de CIF ont une obligation générale annuelle d'information à l'égard de l'AMF ; 2007 est la deuxième année d'existence des six associations professionnelles de CIF agréées par l'Autorité des marchés financiers, la dernière association ayant un exercice comptable décalé.

En ce qui concerne les infrastructures de *post*-marché, l'année 2008 a été marquée par la régularisation des suspens liés à la faillite de Lehman Brothers et par la mise en œuvre des dispositions relatives à l'interdiction de vendre à découvert des titres émis par les établissements financiers. Dans cette perspective, l'AMF a demandé à Euroclear France de lui transmettre quotidiennement des fichiers permettant d'identifier les affiliés d'Euroclear France n'étant pas en mesure de livrer les titres à la date prévue.

B – Les contrôles sur place

Comme les enquêtes, les contrôles sur place sont décidés par le secrétaire général de l'AMF. Les résultats des missions de contrôle font l'objet d'un rapport écrit qui est communiqué à l'entité contrôlée, invitée à faire part de ses observations. Si le rapport relève des manquements substantiels, il est alors transmis au Collège qui apprécie s'il y a lieu d'ouvrir une procédure de sanction.

Tout contrôle, qu'il soit sur place ou sur pièces, fait l'objet d'un rapport. Sauf décision contraire du Collège⁽¹⁴⁾, ce rapport est adressé au prestataire qui fait ses observations. Une lettre de suite⁽¹⁵⁾ est ensuite adressée à l'établissement contrôlé, recensant les corrections à mettre en œuvre. En 2008, 6 rapports établis à la suite d'un contrôle sur place ont conduit le Collège à décider l'ouverture d'une procédure de sanction à l'encontre de 6 personnes morales. De plus, à la suite de la présentation du rapport de contrôle, deux sociétés de gestion ont vu leur agrément retiré.

Pour effectuer les missions de contrôle auprès des établissements soumis à son autorité, l'AMF peut recourir à des corps de contrôle extérieurs. En 2008, 28 missions sur 66 ont été confiées à de tels corps : 19 à des cabinets d'experts et 9 à la Commission bancaire.

Lorsque l'AMF procède à ce type de délégation, elle s'assure au préalable qu'il n'existe pas de conflits d'intérêts entre le mandataire et l'entité à contrôler. Les mandataires disposent de l'ensemble des prérogatives dévolues au régulateur : le secret professionnel ne leur est pas opposable⁽¹⁶⁾ et, symétriquement, ils sont soumis aux mêmes contraintes que le personnel de l'AMF en matière de secret professionnel. L'AMF est responsable à l'égard des tiers du respect des dispositions légales et réglementaires par ses mandataires et décide des suites données à ces missions. La conduite de ces missions s'effectue sous le contrôle du CPIM désigné en qualité de correspondant du mandataire.

Les contrôles sur place réalisés en 2008 se décomposent comme suit :

- > 26 missions effectuées auprès des PSI (24 SGP et 2 PSI hors SGP) dont l'agrément avait été délivré dans les 18 derniers mois, afin d'examiner la conformité des moyens d'exercice des services d'investissement avec le dossier d'agrément présenté à l'AMF ;
- > 11 missions portant sur le respect par les PSI de la réglementation introduite par la directive MIF ;
- > 10 missions portant sur la commercialisation d'instruments financiers par les PSI hors SGP ;
- > 8 missions de contrôle général du respect par les PSI de leurs obligations professionnelles ;
- > 1 mission de contrôle portant sur la justification et la documentation des déclarations faites par les PSI dans leur rapport annuel de contrôle des services d'investissement ;
- > 3 missions portant sur l'activité de dépositaire d'OPCVM ;
- > 1 mission sur le respect des règles de marché ;
- > 1 mission de contrôle d'un CIF ;
- > 2 missions portant sur les conditions de gestion, par les PSI, de la crise de liquidité.

Par ailleurs, le service a réalisé 3 enquêtes pour le compte de la Commission de surveillance des OPCVM de Monaco.

(14) Article 143-5 du règlement général de l'AMF.

(15) En application de l'article 143-6 du règlement général de l'AMF.

(16) A l'exception des auxiliaires de justice.

Les principaux problèmes relevés au cours des missions de contrôle sur place effectuées en 2008 sont, tout comme en 2007, à relier non seulement à l'organisation générale des métiers de services d'investissement, mais aussi aux relations avec la clientèle et aux diligences antiblanchiment.

Dans le contexte économique particulier de 2008, plusieurs sujets liés à l'actualité ont été relevés :

- > s'agissant de la gestion sous mandat, des insuffisances ont été relevées en matière de documentation des objectifs de placement des clients et de respect des termes du mandat de gestion ;
- > en ce qui concerne la commercialisation de parts d'organismes de placement collectif (OPC), il est apparu que des établissements ne vérifiaient pas ou pas assez l'expérience et les connaissances des clients en matière de compréhension des risques, et que les prospectus simplifiés n'étaient pas systématiquement remis aux clients préalablement à la souscription ;
- > en matière de démarchage, le contrôle exercé par un prestataire sur l'activité de ses démarcheurs est apparu insuffisant.

Enfin, à la suite de contrôles sur place diligentés auprès de déposataires, s'est faite jour la nécessité de rappeler à ces établissements d'attacher la plus grande importance aux moyens mis en œuvre pour contrôler la régularité des décisions de gestion des OPC.

L'exercice des fonctions de contrôle et de conformité apparaît comme un des thèmes abordés d'une façon récurrente lors des missions de contrôle sur place ; en effet, une insuffisance des moyens et des contrôles de la fonction de conformité des services d'investissement a été fréquemment détectée. L'AMF rappelle à cet égard la nécessité de donner à cette fonction le positionnement et les moyens nécessaires à l'accomplissement de ces missions.

A la suite des propositions du groupe de réflexion animé par Philippe Adhémar⁽¹⁷⁾ visant à responsabiliser les sociétés de gestion de portefeuille (SGP), l'AMF a diligenté en 2007 5 contrôles sur place portant sur la multigestion alternative, afin de vérifier la mise en œuvre de moyens adaptés assortis de procédures et de méthodes traçables. Les résultats de ces contrôles ont mis en évidence que :

- > dans de nombreux cas, la sélection des fonds sous-jacents reposait sur des informations données par les gérants de ces fonds sans tests de cohérence effectifs ni actualisation des *due diligence*, et les critères d'éligibilité n'étaient pas toujours respectés ;
- > le contrôle des risques intégrait bien le suivi du risque de liquidité, même si certaines sociétés de gestion rencontrent des difficultés à le suivre exhaustivement ;
- > le contrôle interne était perfectible, et une attention particulière devait être portée à la commercialisation de ce type de produits, notamment dans la rédaction des documents d'information périodique et dans le processus de connaissance du client.

Par ailleurs, le résultat des contrôles sur place opérés en 2007 sur la sincérité des réponses apportées, par le RCCI, dans les rapports de contrôle qu'ils avaient adressés à l'AMF a montré que, dans plusieurs cas, les procédures étaient insuffisantes de même que la formalisation des contrôles effectués.

Enfin, l'AMF a mené, en 2007, 6 missions portant sur le respect de leurs obligations professionnelles par les PSI ayant conclu des contrats de liquidité, dont la synthèse a permis de procéder à l'évaluation de cette pratique de marché admise.

En 2008, l'AMF a mené des missions de contrôle sur la commercialisation d'OPCVM monétaires réguliers et monétaires dynamiques en examinant les prospectus et l'information remise à la clientèle préalablement à la souscription et en procédant à l'examen des échanges, téléphoniques ou par courrier, intervenus entre les commerciaux et leurs clients.

(17) Cf Rapport annuel de l'AMF 2007, page 153.

3 – Les enquêtes

En cas de soupçon d'irrégularité, le secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers peut ouvrir une enquête sur des faits susceptibles de constituer des infractions boursières (opération d'initié, manipulation de cours, diffusion de fausse information, etc.). Par nature, l'ouverture d'une enquête n'est jamais prévisible ; son déroulement lui-même ne peut être ordonnancé comme un contrôle⁽¹⁸⁾, les investigations dépendant largement des circonstances propres à chaque affaire. Elle n'est, très généralement, diligentée que lorsque survient une situation comportant des suspicions de manquement, que celle-ci soit le fait d'un émetteur, d'un investisseur particulier ou institutionnel, d'un professionnel du marché ou de toute autre personne.

Toute enquête donne lieu à la rédaction d'un rapport présenté par le secrétaire général à l'une des commissions spécialisées du Collège qui peut décider l'ouverture d'une procédure de sanction.

En 2008, le secrétaire général de l'AMF a ouvert 97 enquêtes (contre 92 en 2007) et 95 enquêtes (contre 96 en 2007) ont été terminées.

Tableau 3 : nombre d'enquêtes ouvertes et terminées

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Enquêtes ouvertes par l'AMF ⁽¹⁹⁾	85	83	88	84	92	97
Enquêtes terminées	79	90	91	105	96	95
Enquêtes donnant lieu à procédure de sanction	22	30	22	27	26	22

Source : AMF

A – L'origine et la typologie des enquêtes

Sur les 95 enquêtes terminées en 2008, 46 avaient été ouvertes à l'initiative de l'AMF. Parmi ces 40 enquêtes, 22 enquêtes ont donné lieu à l'ouverture d'une procédure de sanction, 8 à un classement, 16 à l'envoi d'une ou plusieurs lettres d'observations⁽²⁰⁾.

Le solde, soit 55 rapports d'enquêtes ouvertes à la suite de la réception par l'AMF de requêtes d'assistance d'autorités étrangères, a été transmis aux homologues étrangers de l'AMF, dans le cadre de la coopération internationale. Une enquête est ouverte par l'AMF lorsqu'un homologue étranger la sollicite dans le cadre de la coopération internationale.

Les trois quarts des 40 enquêtes diligentées à l'initiative de l'AMF ont été ouvertes sur proposition du Service de la surveillance des marchés.

D'autres enquêtes ont trouvé leur origine dans les signalements d'autres directions de l'AMF, notamment la Direction des émetteurs, la Direction des affaires comptables et la Direction des prestataires, de la gestion et de l'épargne.

Enfin, outre les enquêtes ouvertes sur les requêtes d'autorités étrangères exerçant des compétences analogues à celles de l'AMF⁽²¹⁾, plusieurs enquêtes ont une origine externe à l'AMF, qu'il s'agisse de plaintes de particuliers, de demandes d'avis formulées par les autorités judiciaires⁽²²⁾.

(18) Cf. page 196.

(19) Voir annexe 4 – « Enquêtes et sanctions », disponible sur le site internet de l'AMF : www.amf-france.org, rubrique « Publications > Rapport annuel > annexes ».

(20) Un dossier peut donner lieu à l'envoi d'une ou plusieurs lettres d'observations.

(21) En application de l'article L. 621-21 du code monétaire et financier.

(22) Mentionnés à l'article L. 466-1 du code monétaire et financier.

CHAPITRE 6

La Commission des sanctions

- | | |
|---|-----|
| 1 – L'activité de la Commission des sanctions en 2008 | 198 |
| 2 – Les décisions de la Commission des sanctions publiées en 2008 et leurs suites | 200 |
| 3 – Les suites des décisions antérieures à 2008 | 226 |

Les décisions de la Commission des sanctions datant de 2008 ayant été anonymisées, elles ont été retirées du rapport annuel 2008. Vous pouvez les consulter dans la rubrique Sanctions & Transactions

La Commission des sanctions statue sur les griefs notifiés aux personnes mises en cause. Indépendante du Collège, elle est composée de 12 membres en formation plénière, ordinairement répartis en 2 sections de 6 membres.

Le président de la Commission des sanctions est saisi par le président de l'AMF de ces griefs, suivant la décision prise par le Collège et le plus fréquemment par l'une de ses trois Commissions spécialisées⁽¹⁾, au vu du rapport d'enquête ou de contrôle soumis à son examen. Le président de la Commission des sanctions désigne, pour chaque affaire, parmi les membres de la Commission, un rapporteur, chargé d'instruire le dossier, en application de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier. Le rapporteur est assisté par le Service de l'instruction et du contentieux des sanctions de l'AMF. Il ne prend pas part à la décision.

La composition de la Commission des sanctions

La Commission des sanctions est présidée, depuis le 29 mai 2006, par M. Daniel Labetoulle, président honoraire de la section du contentieux du Conseil d'Etat, réélu par les membres de la Commission, le 26 novembre 2008, après le renouvellement de son mandat par le vice-président du Conseil d'Etat. La première section est présidée par le président de la Commission des sanctions et la seconde par Mme Claude Nocquet, conseiller à la Cour de cassation, également renouvelée dans ses fonctions par le Premier président de la Cour de cassation.

En novembre 2008, MM. Jean-Claude Hanus, Pierre Lasserre, Jean-Jacques Surzur et Joseph Thouvenel ont été renouvelés dans leurs fonctions de membres⁽²⁾ de la Commission des sanctions par la ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers. M. Jean-Claude Hassan, conseiller d'Etat, a été désigné par le vice-président du Conseil d'Etat en remplacement de M. Jacques Bonnot et M. Guillaume Jalenques de Labeau a été désigné par la ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi pour succéder à M. Jean-Pierre Hellebuyck.

Les nouvelles dispositions procédurales

Le décret n° 2008-893 du 2 septembre 2008⁽³⁾ a introduit trois dispositions nouvelles concernant la procédure devant la Commission des sanctions :

- > le Collège est, dorénavant, représenté lors des séances de la Commission des sanctions par une personne, désignée à cette fin par le président de l'AMF, qui peut présenter des observations orales au soutien des griefs notifiés ;

(1) La loi n° 2003-706 de sécurité financière permet au Collège de déléguer certaines de ses compétences à des Commissions spécialisées, constituées en son sein et présidées par le président de l'Autorité des marchés financiers. Trois Commissions spécialisées examinent les rapports d'enquête et de contrôle établis par les services de l'AMF et décident de les notifier à des personnes physiques et morales les griefs qu'elles déterminent et de transmettre, le cas échéant, ces rapports au Parquet ou à d'autres régulateurs, ou de les classer. Le commissaire du Gouvernement assiste à chacune de ces Commissions.

(2) Aux termes de l'article L. 621-2 du code monétaire et financier, les 12 membres qui composent la Commission des sanctions sont répartis de la façon suivante :

« 1° Deux conseillers d'Etat désignés par le vice-président du Conseil d'Etat ;

2° Deux conseillers à la Cour de cassation désignés par le Premier président de la Cour de cassation ;

3° Six membres désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, par le ministre chargé de l'Economie après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'appel public à l'épargne, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs et des autres investisseurs, des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux ;

4° Deux représentants des salariés des entreprises ou établissements prestataires de services d'investissement, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux, désignés par le ministre chargé de l'Economie après consultation des organisations syndicales représentatives.

Le président est élu par les membres de la Commission des sanctions parmi les personnes mentionnées aux 1° et 2° (...). »

(3) Article R. 621-40 du code monétaire et financier.

- > une procédure de récusation permet aux personnes mises en cause de demander la récusation du rapporteur ou d'un membre de la formation de la Commission des sanctions appelée à délibérer si elles estiment qu'il existe une raison sérieuse de mettre en doute l'impartialité de ce membre de la Commission des sanctions⁽⁴⁾ ;
- > le délai accordé aux mis en cause pour adresser leurs observations écrites sur les griefs qui leur ont été notifiés a été étendu à deux mois⁽⁵⁾.

Par ailleurs, le plafond forfaitaire des sanctions pécuniaires que peut prononcer la Commission des sanctions a été porté, par la loi de modernisation de l'économie⁽⁶⁾, de 1,5 million d'euros à 10 millions d'euros, à l'exception des sanctions prononcées à l'encontre des personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de prestataires contrôlés par l'AMF⁽⁷⁾. Cette disposition vise à permettre à la Commission de fixer des sanctions en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages escomptés de ces manquements lorsqu'un profit direct ne peut être établi. Dans l'hypothèse où le manquement a permis à son auteur de réaliser un profit direct, le plafond de la sanction encourue peut être porté à 10 fois le profit réalisé.

1 – L'activité de la Commission des sanctions en 2008

Pour sa cinquième année d'exercice, la Commission des sanctions a eu une activité soutenue. Au cours de l'année 2008, elle a, en effet, traité plus de dossiers qu'elle n'en a reçu et, sur 40 affaires examinées, 17 l'ont été en moins de 12 mois. En outre, le « stock » s'est « rajourné » dès lors que les affaires les plus anciennes ont été traitées. Ainsi, au 31 décembre 2008, neuf procédures seulement sont antérieures au 1^{er} janvier 2008. Dès lors, la Commission se rapproche nettement de l'objectif d'un délai moyen de traitement d'un an, et ce alors même que le nombre de personnes mises en cause et de griefs notifiés dans chacune des procédures s'est accru.

La Commission a statué, entre janvier et décembre 2008, sur 40⁽⁸⁾ procédures dont 34 ont donné lieu au prononcé de sanctions à l'encontre de personnes physiques ou morales (cf. tableau page 199).

Les sanctions prononcées concernent des manquements aux règles relatives à l'information du public (5 procédures), aux opérations d'initié (10 procédures) et à la manipulation de cours (1 procédure). Les autres procédures ont abouti à une sanction pour manquement aux dispositions applicables aux prestataires de services d'investissement exerçant l'activité de gestion pour compte de tiers (7 procédures) ou sur le fondement de dispositions relatives aux prestataires de services d'investissement hors la gestion pour compte de tiers (11 procédures).

Toute décision prononcée par la Commission des sanctions peut faire l'objet d'un recours par la personne sanctionnée dans les conditions prévues aux articles R. 621-44 et suivants du code monétaire et financier. 63 recours ont été formés devant la Cour d'appel de Paris, la Cour de cassation et/ou le Conseil d'Etat à l'encontre de décisions de sanctions.

Un recueil annuel⁽¹⁰⁾ rassemblant les décisions rendues par la Commission des sanctions et les jugements des juridictions de recours, assorti d'une documentation, est dorénavant publié par l'AMF afin d'informer le marché et les professionnels de la portée de la réglementation financière.

(4) Article R. 621-38 du code monétaire et financier.

(5) Articles R. 621-39-1 à R. 621-39-10 du code monétaire et financier.

(6) Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 venant modifier l'article L. 621-15 du code monétaire et financier.

(7) Il s'agit des personnes mentionnées aux 1° à 8°, 11°, 12° et 15° du II de l'article L. 621-9 du code monétaire et financier. Aux termes de l'article L. 621-15 b) du code monétaire et financier, les sanctions applicables sont alors : « L'avertissement, le blâme, le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités ; la commission des sanctions peut prononcer soit à la place, soit en sus de ces sanctions une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1,5 million d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés en cas de pratiques mentionnées aux c et d du II ou à 300 000 euros ou au quintuple des profits éventuellement réalisés dans les autres cas. »

(8) Ce chiffre ne comprend pas une décision ayant ordonné un supplément d'instruction et qui n'a pas donné lieu à publication.

(9) Une seule et même sanction peut être prononcée sur le fondement de manquements distincts.

(10) Recueil des décisions de la Commission des sanctions et des juridictions de recours 2007 en vente auprès de la Documentation française.

Statistiques

Nombre de procédures ouvertes en 2008 :

36 procédures (contre **29** en 2007, **35** en 2006, **34** en 2005, **24** en 2004).

Nombre de procédures menées à leur terme en 2008 :

40 dont **6** n'ont donné lieu à aucune sanction.

Les **40**⁽¹¹⁾ procédures concernaient **137**⁽¹²⁾ personnes dont :

- > **84** personnes sanctionnées (35 personnes morales et 49 personnes physiques) ;
- > **51** personnes mises hors de cause (6 personnes morales et 45 personnes physiques).

Au total, **84** sanctions ont été prononcées qui se répartissent ainsi :

- > **80** sanctions pécuniaires :
 - allant de **1 000** euros à **5 000 000** d'euros ;
 - pour un montant total de **24 715 000** euros réparti entre **34** personnes morales (**6 546 000** euros) et **46** personnes physiques (**18 169 000** euros) ;
dont **4** assorties d'un blâme et **11** d'un avertissement ;
- > **4** avertissements non assortis d'une sanction pécuniaire ;
- > aucune interdiction temporaire d'exercer n'a été prononcée.

Nombre de procédures de sanction en cours devant la Commission des sanctions fin 2008 :

33 procédures.

Nombre de recours au fond ayant donné lieu à confirmation au 31 décembre 2008 :

- > par la Cour d'appel de Paris : **30** sur **30** recours formés (**1** recours ayant donné lieu à réformation partielle avec atténuation du montant de la sanction) ;
- > par la Cour de cassation : **2** sur **2** pourvois formés ;
- > par le Conseil d'Etat : **4** sur **4** recours formés (**1** recours ayant donné lieu à réformation partielle).

Nombre de procédures en référé gagnées par l'AMF :

- > devant la Cour d'appel de Paris : **5** (100%) ;
- > devant le Conseil d'Etat : **2** (100%).

Nombre de recours déposés au 31 décembre 2008 par les personnes sanctionnées :

63 (contre **53** en 2007).

Nombre de recours pendants devant la Cour d'appel de Paris, la Cour de cassation et le Conseil d'Etat au 31 décembre 2008 :

46 recours.

Source : AMF

(11) Sur les 40 procédures menées à terme en 2008, 5 n'ont pas donné lieu à publication.

La publication constitue une sanction complémentaire ordonnée par la Commission pour tenir compte des exigences d'intérêt général relatives à la loyauté du marché, la transparence des opérations et la protection des épargnants qui fondent son pouvoir de sanction ainsi que de l'intérêt qui s'attache pour la sécurité juridique de l'ensemble des opérateurs à ce que ceux-ci puissent, en ayant accès à ses décisions, connaître son interprétation des règles qu'ils doivent observer. Elle ne doit cependant pas être de nature à perturber le marché ni à causer à la personne mise en cause un préjudice disproportionné.

(12) La Commission des sanctions a prononcé une disjonction d'affaires à l'égard de 2 personnes morales (décision du 23 décembre 2008, (deuxième section)). Les griefs notifiés à ces 2 personnes feront donc l'objet d'une décision ultérieure de la Commission des sanctions. Celles-ci ont donc été comptabilisées au sein des personnes qui ont été attraites devant la Commission. En revanche, elles ne figurent ni parmi les personnes sanctionnées ni parmi celles qui ont été mises hors de cause.

1

2

3

4

5

6

7

8

CHAPITRE 7

L'Autorité des marchés financiers et les épargnants

- | | |
|--|-----|
| 1 – La Commission consultative Epargnants | 237 |
| 2 – Les actions pédagogiques en faveur du grand public | 239 |
| 3 – Les alertes des régulateurs | 241 |
| 4 – Le Centre de documentation et d'information (CDI) | 242 |
| 5 – Le rapport du médiateur | 244 |

Dans le contexte de crise subie par les marchés, l'Autorité des marchés financiers a été très active sur le terrain de la protection des épargnants. La Commission consultative Epargnants a été renforcée par l'adoption d'une nouvelle charte ; les actions pédagogiques et le travail d'information des épargnants ont été poursuivis. Enfin, interlocuteur privilégié des épargnants, le médiateur a eu une action particulièrement soutenue en 2008.

1 – La Commission consultative Epargnants

Composition de la Commission consultative Epargnants

Jean-Claude Mothié, président

Jacques Delmas-Marsalet, vice-président

Bernard Camblain (Association française du *Family Office*), Bernard Coupez (ASRAS)⁽¹⁾, Jacques Coutance (membre des comités consultatifs d'actionnaires individuels de Sanofi Aventis, NYSE Euronext et Veolia Environnement), Vincent Dutfoy (CLAS et ADSACA)⁽²⁾, Olivier Eon (Testé pour vous), Agnès Gaultier de la Ferrière (FAS)⁽³⁾, Marcel Jayr (membre des comités « investisseurs particuliers » de l'ANSA et d'Euronext), Pierre-Henri Leroy (Proxinvest), Viviane Neiter (APAI)⁽⁴⁾, Colette Neuville (ADAM)⁽⁵⁾, François Perrin-Pelletier (FAIDER)⁽⁶⁾, Guillaume Prache (ARCAF)⁽⁷⁾, Fabrice Remon (Deminox), Marie-Claude Robert (premier médiateur de la COB), Aldo Sicurani (FFCI)⁽⁸⁾, François de Witt (journaliste), Daniel Richard (avocat).

La charte de fonctionnement des commissions consultatives de 2007⁽⁹⁾ a, entre autres, permis à la Commission consultative Epargnants et actionnaires minoritaires de voir son rôle et son cadre d'action centrés sur l'expression des vues des épargnants. A cet égard, la dénomination de cette commission a été modifiée pour celle de Commission consultative Epargnants.

La Commission Epargnants a poursuivi ses travaux en 2008 sur le même rythme que précédemment (huit réunions). Elle a formulé des avis, tant sur des questions très concrètes de doctrine de l'AMF, que sur des enjeux stratégiques de la régulation, affermissant encore son rôle de représentation des épargnants auprès du régulateur. Elle a également constitué un premier forum de discussion sur les rapports de groupes de travail conduits par l'AMF.

Cette année, elle a accentué son investissement dans les sujets de dimension internationale en répondant, notamment, à la consultation du comité permanent de l'OICV⁽¹⁰⁾ en charge des questions ayant trait à la gestion d'actifs sur les informations à communiquer aux clients avant et au moment de la vente d'OPCVM. Compte tenu de l'importance de ses travaux en matière de protection des investisseurs, le programme de travail de ce comité permanent a été soumis pour avis à la Commission qui s'y est déclarée favorable.

La Commission Epargnants a, par ailleurs, participé au débat et à la consultation ouverts par la Commission européenne, puis par le CESR, sur la réforme du prospectus simplifié des OPCVM. Elle a

(1) Actionnaires salariés et anciens salariés du groupe BNP Paribas.

(2) Association des actionnaires salariés de LCL et du groupe Crédit Agricole.

(3) Fédération française des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés.

(4) Association pour la promotion de l'actionnariat individuel.

(5) Association de défense des actionnaires minoritaires.

(6) Fédération des associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite.

(7) Association nationale des fonctionnaires épargnants pour la retraite.

(8) Fédération française des clubs d'investissement.

(9) Disponible sur le site internet de l'AMF à l'adresse : http://www.amf-france.org/documents/general/7819_1.pdf

(10) Organisation internationale des commissions de valeurs.

ainsi émis des avis et suggéré des orientations pour les réflexions des groupes de travail du CESR sur la présentation des performances et des frais des OPCVM dans le document destiné à terme à remplacer le prospectus simplifié. Elle s'est également prononcée sur la réponse de l'AMF à l'appel à contributions de la Commission européenne sur la concurrence réglementaire entre produits d'investissement de détail comparables ou substituables.

Sur ce dernier sujet, la Commission Epargnants a décidé de créer un groupe de travail sur les « produits substituables », présidé par Jacques Delmas-Marsalet, membre du Collège de l'AMF et vice-président de la Commission Epargnants, qui lui a remis son rapport en novembre. Ce document formule plusieurs recommandations avec pour objectif principal une harmonisation des règles de commercialisation des différents produits en matière d'information, de publicité, de conseil, de conditions d'accès aux produits et de transparence des conditions de rémunération des distributeurs.

La pratique des audits⁽¹¹⁾ s'est poursuivie cette année avec, en particulier, l'audit du vice-président du *Consumer Panel* de la *Financial Services Authority*, l'homologue britannique de l'AMF. Cet exercice a alimenté le débat au sein de la Commission Epargnants sur le renforcement de son rôle de représentation et de défense des investisseurs particuliers. Elle s'est également interrogée sur les conditions d'une meilleure participation des associations représentant les épargnants minoritaires aux processus de décision nationaux et communautaires en matière de régulation des services financiers.

La Commission Epargnants a maintenu son objectif de conserver une vision transversale des produits qui sont dans le champ de compétences de l'AMF. A cet égard, elle a poursuivi ses échanges réguliers avec le Comité consultatif du secteur financier (CCSF) en application de l'accord de coopération avec cette dernière instance. La Commission Epargnants s'est particulièrement intéressée aux modalités d'application de la directive MIF en matière de publicité sur les produits financiers et à son impact sur les clients particuliers.

Par ailleurs, la Commission Epargnants a été consultée sur des modifications de textes réglementaires ayant des répercussions sur les investisseurs et les associations qui les représentent, par exemple en matière d'épargne salariale en se prononçant sur les FCPE à effet de levier logés dans des plans d'épargne entreprise. De même, elle a été saisie de sujets liés à l'actualité des travaux des services et du Collège de l'AMF, tels que :

- > la publication de la doctrine de l'AMF relative à la rédaction du prospectus et à certaines règles de fonctionnement des OPCVM ;
- > les exigences de l'AMF en matière de documents commerciaux à la suite de l'entrée en vigueur de la directive MIF ;
- > le bilan et les perspectives du système de sanction de l'AMF ;
- > l'assouplissement de certaines règles d'admission sur le marché réglementé lors d'une introduction en bourse ;
- > la justification de la prohibition pour une société par actions simplifiée de faire admettre ses titres à la négociation sur un marché réglementé.

Elle a eu l'occasion de réagir aux propositions des principaux rapports publiés sous l'égide ou avec la participation des services de l'AMF, tels que le rapport du groupe de travail présidé par Philippe Adhémar, membre du Collège, sur les conditions d'agrément des OPC grand public ou sur le rapport du groupe de travail présidé par Bernard Field, membre du Collège, sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention.

La Commission Epargnants a enfin eu un échange de vues avec les services et le secrétaire général de l'AMF sur les enseignements à tirer de la crise financière et en particulier son impact sur la liquidité de certains OPCVM. Elle a également eu l'occasion de réagir au premier bilan de la démarche de l'AMF « pour une meilleure régulation »⁽¹²⁾.

(11) Cf. Rapport annuel 2007, page 255.

(12) Cf. *infra* page 263.

2 – Les actions pédagogiques en faveur du grand public

L'une des principales missions de l'Autorité des marchés financiers est de veiller à la protection de l'épargne investie dans des produits financiers. Cette mission comporte une dimension pédagogique. A cette fin, l'AMF met à la disposition des épargnants particuliers, des investisseurs et des professionnels un certain nombre d'outils tels que son site internet et des publications pédagogiques sous forme de fiches, de livrets et de questions-réponses (FAQ).

Elle propose également au public, tant particulier que professionnel, les permanences téléphoniques :

- > de son Centre de documentation ;
- > de son Service de la médiation ;
- > et de sa Direction des affaires juridiques.

Ces permanences répondent aux questions des différents publics de l'AMF.

Par ailleurs, des représentants de l'AMF participent à des manifestations et débats publics, en France et à l'étranger : forums, salons, colloques, etc.

Enfin, l'AMF dispose d'un réseau décentralisé dans les régions grâce aux directions régionales de la Banque de France auprès desquelles toute personne peut se procurer les publications et informations relatives à l'AMF et à ses missions⁽¹³⁾.

A – Les guides pédagogiques

Afin d'informer le public, l'AMF édite des fiches et des livrets pédagogiques sur différents sujets : les règles d'or de l'investisseur particulier, les offres publiques, les valeurs liquidatives des OPCVM, l'épargne salariale, les conseillers en investissements financiers, etc. Ces guides sont disponibles gratuitement sur simple demande et peuvent être téléchargés sur son site internet⁽¹⁴⁾.

B – Le site internet : www.amf-france.org

Au fil des ans, le site internet de l'AMF est devenu un outil clé pour communiquer avec le public, qu'il soit particulier ou professionnel. Apprécié pour la richesse des informations disponibles et son actualisation quotidienne⁽¹⁵⁾, le site a accueilli, en 2008, 4,9 millions de visiteurs, soit une progression d'environ 8% par rapport à 2007. 82 millions de pages ont été vues en 2008 (contre 74 millions en 2007, ce qui représente une augmentation de près de 11%).

Trois grandes catégories d'informations sont disponibles sur le site internet de l'AMF :

- > l'information générale publiée par l'AMF. Elle comprend, notamment, des guides pédagogiques et professionnels, des mises en garde, des questions-réponses (FAQ), un lexique, la réglementation, des lettres d'information, des rapports, des études, etc. ;
- > les informations communiquées par les sociétés cotées figurent dans la base de données « Décisions et informations financières » – il s'agit des prospectus et documents de référence, des déclarations de franchissement de seuil des actionnaires, des déclarations de rachat et de vente et des déclarations des dirigeants, des liens permettant d'accéder aux sites internet des sociétés cotées. Figurent aussi dans cette base les informations relatives aux décisions de l'AMF – décisions de conformité des offres publiques de l'AMF, décisions de visa, etc. ;
- > les informations relatives aux OPCVM (prospectus, valeurs liquidatives) et aux sociétés de gestion (agrément, programme d'activité, produits gérés, etc.) agréés par l'AMF qui figurent dans la base de données GECO. Sont également disponibles dans cette base les informations concernant les conseillers en investissements financiers (coordonnées, association à laquelle ils adhèrent, numéro d'enregistrement, etc.) et la liste des associations professionnelles de CIF agréées par l'AMF.

(13) Cf. *infra* page 274.

(14) www.amf-france.org, rubrique « Publications > Guides > Guides pédagogiques ».

(15) D'après des études menées par Accenture auprès de professionnels et d'épargnants en 2006 et d'une étude ergonomique réalisée en 2007.

Quatre espaces de navigation permettent à l'internaute selon son profil, particulier ou professionnel, de disposer, depuis la page d'accueil, de l'information dont il a besoin. Ainsi, l'épargnant a accès, depuis la page d'accueil, aux principales informations le concernant : conseils pratiques, mises en garde, guides pédagogiques, informations sur le service de médiation, etc. Le professionnel, qu'il soit émetteur, prestataire de services d'investissement, ou responsable du contrôle des services d'investissement ou de la conformité et du contrôle interne, peut choisir, dès la page d'accueil, de n'avoir accès qu'à l'information nécessaire pour exercer son activité (réglementation, formulaires, etc.). Enfin, un profil « presse » a vu le jour en 2008. Dorénavant, les journalistes disposent, sur une seule page, de l'ensemble des informations susceptibles de les intéresser, quel que soit le thème de leur recherche.

En octobre 2008, à l'occasion du premier colloque de la Commission des sanctions, la rubrique concernant les décisions de la Commission des sanctions a évolué. Les décisions sont désormais accessibles, selon les besoins des utilisateurs, *via* deux rubriques différentes : un accès chronologique et un accès thématique. Les six thèmes retenus pour le classement des décisions sont les suivants : opération d'initié ; manipulation de cours ; obligation d'information ; obligation spéciale d'information ; offre publique ; prestataire de service d'investissement, produit d'épargne et infrastructure de marché.

Des outils et des services sont également disponibles pour faciliter la navigation et la recherche d'informations.

> Des abonnements gratuits :

- aux listes de diffusion permettant d'être informé par messagerie électronique de la mise en ligne de documents ;
- aux lettres d'information de l'AMF : la Lettre de la régulation financière, la Lettre économique et financière, la lettre Régulation et gestion d'actifs, la lettre Régulation et sociétés cotées et les Cahiers scientifiques.

> Des outils :

- le site internet en version anglaise ;
- un moteur de recherche proposant une recherche simple ou avancée ;
- un flux RSS (*really simple syndication*) qui permet à l'internaute, disposant d'un lecteur de flux RSS, d'être informé, en temps réel, de la mise en ligne sur le site général de tout document (hors bases Décisions et informations financières et OPCVM Geco) ;
- les contacts et l'assistance qui permettent de contacter directement les services ou d'adresser un message à l'administrateur du site ;
- une liste de liens vers les sites internet d'autres autorités, homologues étrangers et associations intervenant dans le domaine financier ;
- une foire aux questions où sont présentées les réponses aux questions les plus fréquemment posées ;
- un lexique proposant une définition de quelques termes financiers.

C – La présence de l'Autorité des marchés financiers aux forums et salons

Tous les ans, l'AMF participe au Forum de l'investissement, salon consacré à l'épargne, à la bourse, et à la gestion de patrimoine, et à Actionaria, qui est exclusivement dédié à la bourse. Ces deux salons, qui ont respectivement accueilli 25 000 et 32 000 visiteurs en 2008, sont l'occasion pour l'Autorité des marchés financiers de rencontrer le public, de lui présenter son rôle, de répondre aux questions que les investisseurs se posent et de les guider dans leurs démarches de souscripteurs et d'actionnaires.

D – L'Institut pour l'éducation financière du public

C'est sur les recommandations d'un groupe de travail animé par l'AMF et d'une étude de TNS Sofres demandée par l'AMF, mettant en évidence le faible niveau de culture financière des épargnants français et leur souhait d'être mieux armés pour faire face à leurs responsabilités, qu'a été créé, en avril 2006, l'Institut pour l'éducation financière du public. Le soutien de l'AMF à l'Institut s'inscrit dans le cadre de la démarche « pour une meilleure régulation »⁽¹⁶⁾, au titre du renforcement du dialogue avec le grand public.

L'Institut pour l'éducation financière du public, constitué en association indépendante, s'appuie sur un conseil d'administration composé d'une vingtaine de personnalités qualifiées issues du monde économique, financier, associatif, universitaire et éducatif.

L'Institut a pour principale mission de développer la connaissance financière des Français en matière d'épargne et de finance en leur donnant les bases de connaissances nécessaires pour leur permettre, entre autres, de mieux comprendre et choisir les produits financiers qui leur sont proposés. L'Institut a notamment pour mission :

- > d'élaborer une politique globale de formation du public à l'épargne et à l'économie financière ;
- > d'analyser les besoins généraux du public et de promouvoir une offre y répondant, en favorisant la mise en réseau et la labellisation des différents types de formations existantes ou à créer ;
- > de conduire des campagnes de communication destinées à sensibiliser, à l'échelle nationale, le public aux problématiques économiques et financières. Il peut s'agir de conférences ou de colloques qu'il organise ou auxquels il participe, de supports pédagogiques réalisés à destination du grand public et notamment des jeunes, et enfin de son site internet – lafinancepourtous.org ;
- > de favoriser la recherche académique et les contacts avec les organismes internationaux dans le domaine de l'éducation financière des épargnants ;
- > d'instaurer un dialogue constructif avec les pouvoirs publics, le régulateur et toutes les parties intéressées par ce sujet de l'éducation financière des épargnants.

3 – Les alertes des régulateurs

La protection des investisseurs passe également par leur mise en garde lorsque l'AMF ou ses homologues européens détectent des offres de services ou des produits financiers contraires aux lois et règlements.

1 > Les alertes de l'AMF

D'une manière générale, l'Autorité des marchés financiers recommande aux investisseurs résidant en France la plus grande prudence à l'égard des produits n'ayant pas été autorisés à la commercialisation sur le territoire français et des services financiers proposés par des personnes physiques ou morales non habilitées, quels que soient les moyens qu'ils utilisent pour les solliciter : téléphone, courriers électroniques et postaux.

Elle rappelle aux investisseurs tentés par ces sollicitations qu'en cas de problème, leurs moyens de défense sont limités.

Dans un espace dédié de son site internet, elle invite les investisseurs à vérifier, avant de prendre une décision d'investissement, que la société qui propose un produit est bien agréée pour exercer son activité et que le produit qu'elle commercialise est lui aussi agréé. Elle permet ainsi à l'investisseur de consulter gratuitement les bases de données suivantes :

- > la base OPCVM GECO (OPCVM et produits d'épargne), qui lui permet de vérifier l'agrément d'une société de gestion ou d'un produit et d'avoir accès au fichier des conseillers en investissements financiers (CIF) ;

(16) Cf. *infra*, page 263.

- > le fichier des démarcheurs, qui permet à l'épargnant de contrôler l'identité des professionnels qui le démarchent ou dont il souhaite utiliser les services ainsi que les activités ou produits que ceux-ci sont autorisés à proposer ;
- > un lien vers le site internet du CECEI⁽¹⁷⁾, qui permet à l'investisseur sollicité par un prestataire appartenant à une autre catégorie (entreprise d'investissement, établissement de crédit, etc.) de vérifier l'agrément de celui-ci auprès du CECEI.

Toujours dans cet espace de l'épargnant, une page décrit les principales fraudes récurrentes, parmi lesquelles :

- > « La filière nigériane » ;
- > « Félicitations, vous avez gagné le gros lot ! » ;
- > « Des perspectives de carrière intéressantes » ;
- > « Le *phishing* »⁽¹⁸⁾ ;
- > « Le programme d'investissement à haut rendement » (*high yield investment program-HYIP*) ;
- > « Conseils d'investissement portant sur des sociétés américaines et diffusés par courriers électroniques » (*OTC Bulletin Board on Pink Sheets*)

Y sont expliqués le fonctionnement de ces différents types de fraude et la façon de s'en prémunir.

En 2008, elle a ainsi publié quatre mises en garde, à la suite de plaintes ou de questions adressées au Service de la médiation ou encore détectées par le Service de la surveillance des marchés ou par les délégués régionaux de la Banque de France.

Ces mises en garde sont toutes disponibles dans la rubrique « Alerte ! ».

Dans le cadre de la coopération des membres du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR), ces communiqués sont également adressés aux régulateurs européens.

2 > Les alertes des régulateurs européens

L'AMF diffuse aussi les alertes de ses homologues européens. En 2008, elle a ainsi relayé 90 communiqués de mise en garde de la part de ses homologues. Ces alertes sont accessibles depuis le site internet de l'AMF, dans la page « Alerte ! » où une liste de liens permet d'accéder directement aux pages « Investisseurs » des sites internet des régulateurs européens homologues de l'AMF où sont diffusées ces mises en garde.

4 – Le Centre de documentation et d'information (CDI)

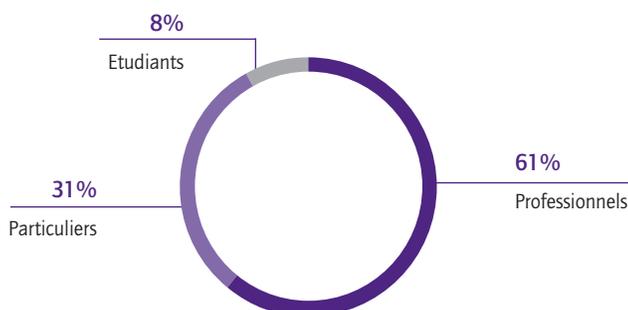
Le Centre de documentation et d'information aide le public – professionnels, étudiants ou particuliers – dans ses recherches sur les domaines d'activité de l'AMF, les sociétés cotées et les marchés réglementés.

Les demandes externes adressées au Centre de documentation proviennent pour les deux tiers de professionnels : émetteurs, sociétés de gestion et principalement cabinets d'avocats. Ce chiffre est relativement stable, même si on constate, ces dernières années, une augmentation régulière des demandes des particuliers (de 27% en 2007 à 31% en 2008). Les requêtes de ces derniers portent essentiellement sur les OPCVM (informations sur un fonds), les prestataires de services d'investissement (recherches d'agrément) et les actions (cours, suspension, etc.). Environ un tiers des appels des particuliers, relatifs à un litige avec un intermédiaire financier notamment en matière de commercialisation des produits financiers, sont réorientés vers le Service de la médiation.

(17) CECEI : Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement : www.banque-france.fr/fr/supervi/agrement/popetscred/11.htm?lang=fr&Id_Tab=0.

(18) *Phishing* : forme de piratage des données personnelles et bancaires principalement. Ce néologisme vient de la contraction des termes anglais *fishing* (« pêche ») et *phreaking* (« piratage téléphonique »).

Graphique 1 : répartition par type de demandeurs



Source : AMF

1 > La mission du Centre

En sus de son rôle en interne, le Centre de documentation a pour fonction de répondre aux demandes d'information formulées par téléphone, courriel ou courrier, et propose des rendez-vous aux personnes recherchant des informations non accessibles sur le site internet de l'AMF : ancienne réglementation, archives de la COB et du CMF, historique des prospectus visés par la COB avant 1999 et non disponibles en ligne, etc.

Le CDI réoriente, au besoin, certaines personnes vers les services opérationnels de l'AMF ou les permanences spécialisées de la Direction des affaires juridiques et du Service de la médiation.

2 > Les services offerts

Le Centre de documentation aide le public dans la recherche de réglementations boursières et d'informations sur les marchés financiers. Il peut également fournir des renseignements tels que les coordonnées d'organismes ou de sites internet. Le cas échéant, le CDI renvoie vers des centres de documentation extérieurs spécialisés. L'envoi de bibliographies (références d'articles de revues et d'ouvrages) sur des thèmes relevant du domaine financier aide les étudiants dans la rédaction de leur mémoire ou les professionnels dans l'exercice de leur activité.

Sur demande, des documents (notes d'information, avis divers, valeurs liquidatives d'OPCVM, cours de bourse et brochures pédagogiques) peuvent être transmis par courriel, fax ou courrier, pour les interlocuteurs ne disposant pas d'un accès à internet.

Pour les internautes éprouvant des difficultés à trouver des réponses à leurs questions, le CDI propose une aide pédagogique pour l'utilisation du site internet de l'Autorité.

En 2008, le Centre de documentation a répondu à 2 876 demandes téléphoniques et a traité 1 202 courriels et courriers.

1

2

3

4

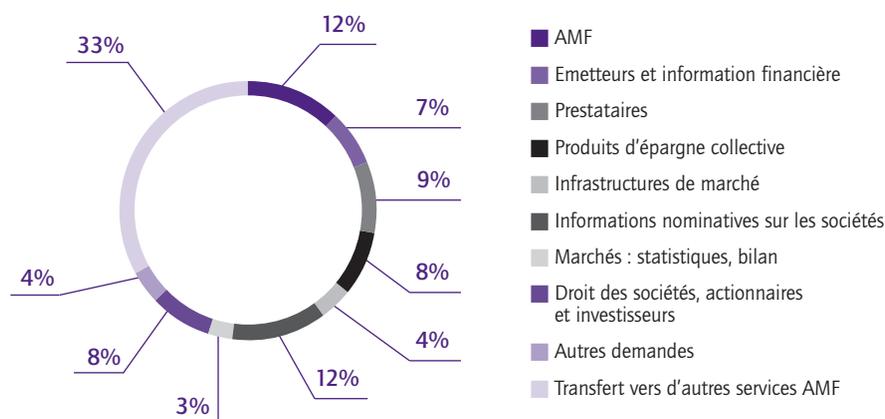
5

6

7

8

Graphique 2 : répartition thématique des demandes de renseignements traitées par le CDI en 2008



Source : AMF

Les principaux documents consultés sur place sont les prospectus et les notes d'information visés entre 1968 et 1999 et non disponibles en texte intégral sur le site internet de l'AMF.

En 2008, on constate par rapport à l'année précédente une augmentation des questions relatives aux droits des investisseurs reflétant leurs inquiétudes (crise des *subprime*, crise financière, ventes à découvert et « affaire Madoff ») et aux infrastructures de marché (transposition de la directive MIF) tandis que celles relatives aux documents d'information des sociétés cotées ont diminué (meilleure accessibilité de cette information sur internet).

Un certain nombre de questions a concerné des documents non disponibles sur le site internet car trop anciens ou obsolètes : réglementation, décisions de sanction, anciens Bulletins mensuels de la COB, brochures et prospectus de sociétés.

A la suite des nombreuses modifications apportées au règlement général de l'AMF, un nombre important de requêtes des professionnels a porté sur la réglementation en vigueur.

En 2008, un tiers des demandes a dû être réorienté vers le Service de la médiation et la Direction des affaires juridiques. En effet, le Centre de documentation (dont la permanence téléphonique est ouverte sur une plage horaire plus large que celles du Service de la médiation et de la Direction des affaires juridiques) répond régulièrement aux appels destinés à ces services en dehors de leurs plages horaires d'ouvertures.

5 – Le rapport du médiateur

A – Le Service de la médiation

1 > Les finalités

En application de l'article L. 621-19 du code monétaire et financier, « l'Autorité est habilitée à recevoir de tout intéressé les réclamations qui entrent par leur objet dans sa compétence et à leur donner la suite qu'elles appellent. Elle propose, lorsque les conditions sont réunies, la résolution amiable des différends portés à sa connaissance par voie de conciliation ou de médiation.

La saisine de l'Autorité des marchés financiers, dans le cadre du règlement extrajudiciaire des différends, suspend la prescription de l'action civile et administrative. Celle-ci court à nouveau lorsque l'Autorité des marchés financiers déclare la médiation terminée. L'Autorité des marchés financiers coopère avec ses homologues étrangers en vue du règlement extrajudiciaire des litiges transfrontaliers. »

L'action du médiateur s'inscrit naturellement dans le contexte européen né de la recommandation de la Commission n° 98/257/CE du 30 mars 1998 relative aux principes applicables aux organes responsables pour la résolution extrajudiciaire des litiges.

Ces principes sont l'indépendance, la transparence, le respect du contradictoire, l'efficacité (libre accès à la procédure, gratuité, brièveté des délais de traitement), la légalité et la liberté (la procédure doit être acceptée par les deux parties).

Un réseau européen de règlement extrajudiciaire des litiges de consommation a été créé par une résolution du Conseil européen le 25 mai 2000 prévoyant la notification auprès de la Commission des instances nationales de médiation-conciliation qui répondent aux principes énoncés par les recommandations de 1998 et 2001 (relative aux organes extrajudiciaires chargés de la résolution consensuelle des litiges non couverts par la résolution de 1998), pour devenir membre à part entière du Réseau unique des centres européens des consommateurs (CEC).

Parallèlement à ce premier réseau, la Commission européenne a créé, en février 2001, le réseau *Financial Dispute Resolution Network* (FIN-NET), dans le cadre du plan d'action pour les services financiers, auquel le médiateur de l'AMF participe.

Par son action, le Service de la médiation contribue à la vigilance de l'AMF sur les marchés et à la qualité de la protection de l'épargne publique.

Il procède à l'instruction des réclamations et des demandes de médiation en ayant le souci constant de la qualité et de la rapidité des réponses apportées.

Il analyse les réclamations des investisseurs, essentiellement non professionnels, envers les prestataires de services d'investissement ou les émetteurs, en prenant en compte les intérêts des uns et des autres, selon une analyse objective et contradictoire des éléments de fait et de droit qui lui sont présentés.

Il participe enfin à l'action pédagogique de l'AMF.

2 > L'organisation

Deux missions principales doivent être distinguées : la consultation et la médiation.

- > par les consultations, le service répond aux questions techniques, inhérentes à l'ensemble des domaines d'intervention de l'AMF, émanant des épargnants individuels ;
- > les demandes de médiation lui sont présentées en cas de différend entre un client et un prestataire de services d'investissement ou un émetteur lorsqu'une solution amiable du litige est recherchée.

En outre, une permanence téléphonique est mise à la disposition du public sur un numéro dédié, deux fois par semaine, les mardis et jeudis après-midi, et permet de répondre aux demandes les plus urgentes ou aux interrogations sur le suivi des dossiers en cours.

Certaines questions n'entrent pas dans le champ de compétence de l'Autorité et échappent également au domaine d'intervention du médiateur.

Il en est ainsi des interrogations portant sur des contrats d'assurance-vie, même lorsqu'ils sont libellés en unités de compte. Ces contrats sont, en effet, régis par les dispositions du code des assurances dont il n'appartient pas à l'Autorité de vérifier l'application ni de sanctionner la violation. La parenté de préoccupations entre régulateurs spécialisés, par exemple en matière d'information des souscripteurs sur les OPCVM sous-jacents ou de transparence sur les frais, est sans effet sur la répartition de leurs compétences.

1

2

3

4

5

6

7

8

Toutefois, ce partage de compétences peut donner lieu, dans le public, à certains malentendus. Ainsi, certains investisseurs présentent leur dossier comme mettant en cause les conditions de commercialisation de leur contrat d'assurance-vie en unités de compte alors qu'en réalité, ils mettent en cause soit l'économie même du produit, soit sa gestion. Cela conduit le Service de la médiation à interroger la société de gestion.

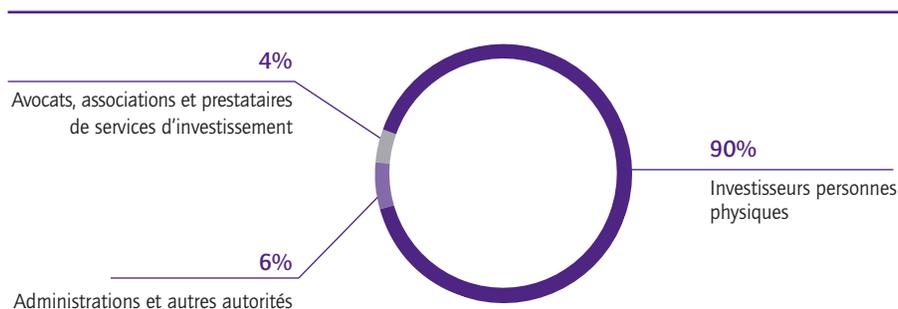
Le domaine purement bancaire, notamment ce qui relève du fonctionnement d'un compte de dépôt, des livrets d'épargne ou des dépôts à terme et de l'octroi de crédit, ainsi que les questions d'application et d'interprétation de la législation fiscale ne ressortent pas du champ d'intervention de l'AMF.

Lorsqu'il n'est pas compétent, le Service de la médiation indique, dans chaque cas, à ses correspondants le ou les organismes susceptibles de répondre ou d'intervenir. Il transfère parfois directement les dossiers reçus afin d'éviter un allongement des délais de réponse, ou des frais d'envoi, en cas de dossier volumineux.

Les saisines émanent principalement de la France métropolitaine et d'Outre-Mer, mais l'année 2008 a vu un accroissement des saisines de l'étranger grâce, notamment, à la montée en puissance du réseau FIN-NET pour les litiges transfrontaliers en matière financière.

Les demandes se font par courrier postal, formulaires électroniques, depuis leur mise en place au printemps 2008, ou télécopie.

Graphique 3 : origine des réclamations reçues en 2008



Source : AMF

B – L'année 2008 en chiffres

1 > Les demandes

2 307 demandes ont été reçues en 2008, dont 1 502 consultations et 805 demandes de médiation. Au 31 décembre 2008, le flux annuel apparaît en hausse de 7% par rapport à l'année précédente puisqu'en 2007, 2 155 réclamations avaient été reçues dont 1 449 demandes de consultation et 706 demandes de médiation.

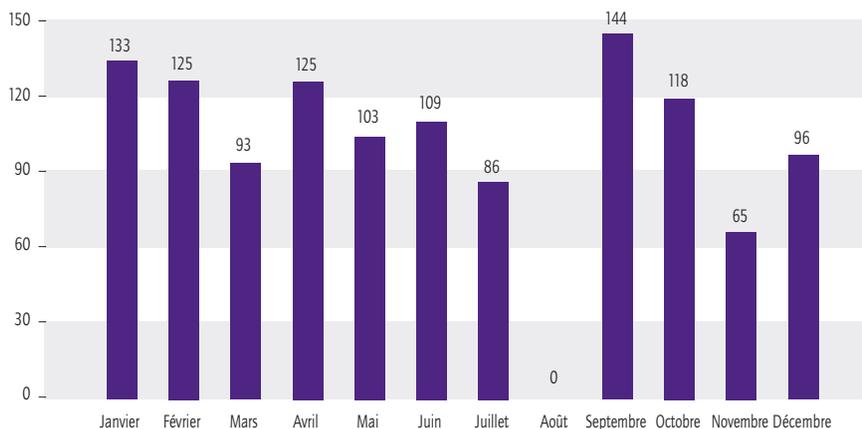
Ces chiffres ne tiennent pas compte du retard d'enregistrement que l'augmentation du flux a généré et qui se traduira dans les chiffres de 2009.

La répartition des dossiers entre consultations et médiations s'est légèrement modifiée par rapport à celle de 2007, les consultations représentant 65% de l'ensemble et les demandes de médiation 35% (67% et 33% en 2007).

Ces chiffres confirment le succès de la démarche de médiation et la confiance dans l'expertise de l'AMF des investisseurs individuels en matière de consultation. Ils soulignent la meilleure connaissance de cette mission de l'Autorité par le public.

Au cours des permanences téléphoniques, 1 197 correspondants ont été accueillis. Ce chiffre marque une hausse par rapport à l'année 2007 (1 143 appels).

Graphique 4 : demandes traitées par téléphone du 1^{er} janvier au 31 décembre 2008



Source : AMF

2 > Le traitement des dossiers

a) Le traitement des demandes de consultation

Situation au 31 décembre 2008

Nombre de demandes de consultation traitées	1 473
> Dont demandes de consultation reçues depuis un mois au plus	78%
> Dont demandes de consultation reçues depuis plus d'un mois	22%

Source : AMF

Du 1^{er} janvier au 31 décembre 2008, 1 473 consultations ont été traitées (1 268 en 2007).

Les dossiers de consultation sont clôturés dès qu'il a été répondu à la question initiale et, le cas échéant, aux demandes de précisions ou aux questions complémentaires que la première réponse a pu faire surgir.

Les questions posées, qui suivent naturellement l'actualité boursière et l'évolution législative et réglementaire, sont de plus en plus complexes et les demandeurs de plus en plus exigeants. Même si des efforts en matière de formation des épargnants restent à accomplir, on peut néanmoins mesurer les progrès certains dans la connaissance des marchés financiers.

En 2008, 78% des dossiers de consultation ont été clôturés dans le mois de leur ouverture, ce qui a permis aux demandeurs d'avoir une réponse à leurs interrogations, souvent urgentes, dans un délai raisonnable.

1

2

3

4

5

6

7

8

En ce qui concerne la qualité des réponses, il est satisfaisant de constater que malgré la complexité et la variété des questions posées, aucune des lettres adressées aux requérants, et portant sur tous les domaines d'intervention de l'AMF, des opérations sur titres aux problèmes de cotation ou de conditions de commercialisation, n'a fait l'objet de contestation mettant en jeu la pertinence de la réponse, soit par les destinataires eux-mêmes, soit par des tiers, notamment dans le cadre de procédures judiciaires ultérieures.

b) Le traitement des demandes de médiation

Situation au 31 décembre 2008	
Nombre de médiations clôturées	739
> Dont demandes reçues depuis 6 mois au plus	70%
> Dont demandes reçues depuis plus de 6 mois	30%

Source : AMF

En ce qui concerne les médiations, 739 dossiers ont été traités du 1^{er} janvier au 31 décembre 2008 (493 en 2007).

70% de ces dossiers ont été clôturés dans les six mois de leur ouverture.

Ce délai est décompté à partir de la première lettre reçue par le médiateur, courrier qui n'est jamais suffisant pour ouvrir la procédure de médiation proprement dite. Des documents et précisions complémentaires sont systématiquement demandés aux plaignants lors de l'envoi de l'accusé de réception, auquel est jointe la charte de la médiation indiquant les conditions d'examen de leur dossier.

Pour le solde non clôturé dans les six mois, il s'agit de dossiers plus complexes ou mettant en jeu plusieurs intervenants, comme un prestataire de services d'investissement teneur de compte et une société de gestion, ou un émetteur et un intermédiaire financier. Pour ces dossiers, des réunions de médiation avec les principaux interlocuteurs sont souvent nécessaires, ce qui contribue à un allongement des délais.

Il arrive aussi que les réponses ou les documents demandés soient, pour des raisons multiples, comme l'ancienneté des faits ou le changement de prestataire, difficiles à recueillir.

Parmi les 739 dossiers de médiation clôturés en 2008, 64% de ceux qui ont pu donner lieu à examen du bien-fondé de la demande ont abouti à un accord.

Le pourcentage des médiations réussies est calculé sur cette assiette qui, en 2008, a représenté 556 dossiers parmi l'ensemble des médiations clôturées.

Le reliquat correspond, notamment, aux dossiers dont l'instruction n'a pu arriver à son terme en raison de l'abandon du plaignant. La procédure de médiation doit, en effet, être acceptée par l'une et l'autre des parties et le retrait est possible à tout moment de la procédure.

La résolution amiable prend la forme d'une régularisation, comme, par exemple, l'annulation d'une opération contestée, d'une indemnisation totale ou partielle de la perte subie ou d'un geste commercial au bénéfice du client.

Pour les dossiers dans lesquels une instruction contradictoire a pu s'engager sous l'égide du médiateur, il est particulièrement satisfaisant de constater qu'en 2008, plus de la moitié a fait l'objet d'accords amiables. Le taux des médiations réussies s'est, en effet, maintenu au niveau de celui de 2007, alors que le nombre de médiations traitées a subi une très sensible augmentation.

Même si cet élément de « réussite » des médiations, de nature qualitative, est à relativiser dans la mesure où, d'une part, l'acceptation d'un accord dans le cadre d'une médiation ne peut être imposée

ni à l'une ni à l'autre des parties, où, d'autre part, l'engagement d'une procédure sous l'égide du médiateur peut avoir des effets bénéfiques en améliorant les relations entre le plaignant et le mis en cause, même en l'absence d'accord formalisé, il révèle, néanmoins, l'efficacité de la démarche.

En outre, comme en 2007, aucun dossier de médiation n'a été clos en raison de l'absence de réponse du mis en cause à la demande d'explications du médiateur, ce qui démontre une acceptation unanime par les professionnels de ce mode alternatif de résolution des litiges et une appréciation positive de ses effets.

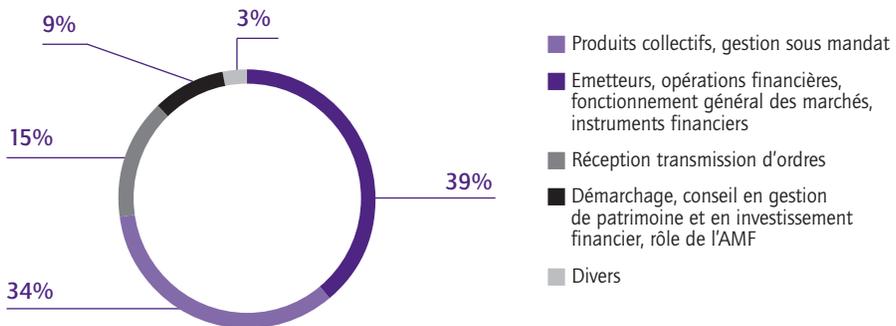
C – Les dossiers du médiateur

Les dossiers reçus sont répartis en dix thèmes généraux :

- > produits collectifs ;
- > gestion sous mandat ;
- > transmission/exécution des ordres ;
- > tenue de compte – conservation ;
- > émetteurs et opérations financières ;
- > fonctionnement général des marchés ;
- > instruments financiers (autres que produits collectifs) ;
- > démarchage, conseil en gestion de patrimoine et en investissement financier ;
- > rôle de l'AMF ;
- > divers.

1 > La répartition de l'ensemble des saisines

Graphique 5 : répartition de l'ensemble des saisines (médiations et consultations) par thèmes du 1^{er} janvier au 31 décembre 2008



Source : AMF

1

2

3

4

5

6

7

8

L'année 2008 a permis de constater l'impact de la crise sur l'activité et les problématiques soumises au Service de la médiation par les investisseurs.

Dès l'été 2007, le Service de la médiation avait été sollicité, tant lors des permanences téléphoniques que par les demandes reçues par courrier, car la crise du marché du crédit hypothécaire aux Etats-Unis et dans son sillage, la très forte dévalorisation des actifs adossés à ces crédits, avait suscité des interrogations de la part des investisseurs, sur les OPCVM dits « monétaires dynamiques » susceptibles d'être investis en titres adossés à des crédits *subprime*.

Aux inquiétudes nées de cette 1^{re} crise de liquidité, les difficultés bancaires de l'automne 2008 ainsi que l'affaire « Madoff » en fin d'année ont ajouté un grand nombre de questions.

L'augmentation du nombre de consultations révèle bien la volonté des épargnants de recueillir auprès du régulateur les explications de la crise.

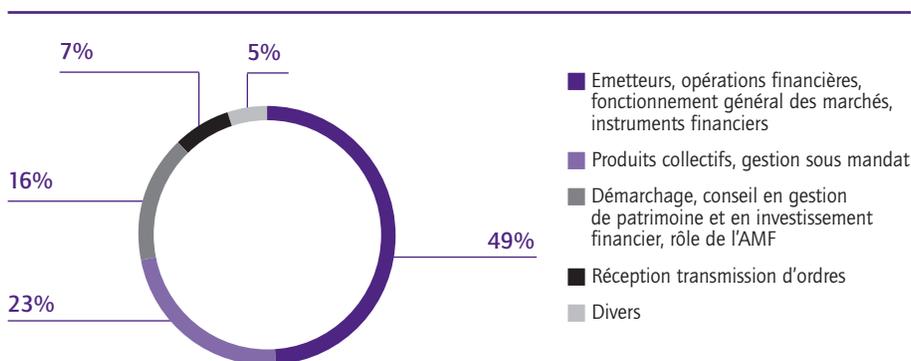
Parmi les demandes reçues, plusieurs sujets peuvent être distingués :

- > les épargnants se sont interrogés sur les conditions dans lesquelles leur épargne serait sécurisée en cas de faillite bancaire. Il leur a été expliqué le rôle du fonds de garantie des dépôts et des titres avec un plafond, par déposant et par établissement de 70 000 euros, d'une part, pour les liquidités, d'autre part, pour les instruments financiers ;
- > la baisse de la valeur liquidative de certains OPCVM a suscité chez les investisseurs des interrogations sur la composition de leur actif. Ils se sont ainsi demandé quelle était la proportion d'actifs « toxiques » de leur portefeuille et se sont également inquiétés de savoir si ces actifs avaient été acquis avant ou après la crise, soupçonnant certains établissements d'avoir cédé des actifs toxiques aux OPCVM gérés par leurs filiales ;
- > ils se sont demandé également quel serait le devenir des portefeuilles gérés, en cas de difficultés de la société de gestion de portefeuille. Il leur a été rappelé l'exigence de fonds propres et, dans l'hypothèse d'un retrait d'agrément consécutif à une carence sur ce point, la mise en place de mesures conservatoires. Dans ce cas, l'AMF informe, en effet, le public, par voie de presse, du délai et des conditions de mise en œuvre du retrait. La société est placée sous le contrôle d'un mandataire, nommé par l'AMF et elle peut seulement effectuer des opérations strictement nécessaires à la préservation des intérêts des clients. Pour ce qui concerne les fonds communs de placement, l'AMF invite leur dépositaire à désigner un autre gestionnaire ;
- > la forte chute du cours de certaines actions, notamment les valeurs financières, ainsi que la forte volatilité des produits dérivés ont également généré de nombreuses questions et signalements d'anomalies ;
- > les investisseurs ont été très présents dans le débat sur les ventes à découvert : en effet, les mesures prises par l'AMF en septembre 2008 afin d'interdire les transactions non sécurisées et d'imposer des obligations de transparence des positions courtes sur les titres du secteur financier ont provoqué de nombreux courriers. Il a été expliqué aux intéressés que ces décisions, en cohérence avec celles prises par les autorités américaines et britanniques, avaient pour objectif d'encadrer de façon exceptionnelle et dans un contexte très perturbé, les ventes à découvert portant sur les valeurs financières négociées sur le marché français.

Par le traitement « à chaud » de ces questions, le Service de la médiation a pu contribuer à éviter l'affolement des investisseurs, notamment par une explication des responsabilités de chaque acteur des marchés. Lorsque la demande mettait en exergue un défaut d'information ou de conseil lors de l'acquisition ou de la souscription d'un produit financier dont la valorisation s'était trouvée fortement impactée par la crise financière, une procédure de médiation a été engagée.

2 > La répartition des consultations

Graphique 6 : répartition des consultations par thèmes du 1^{er} janvier au 30 décembre 2008



Source : AMF

Parmi les demandes de consultation, on peut distinguer les questions portant sur :

a) Les opérations financières et les anomalies de marché

Les opérations financières donnent systématiquement lieu à de nombreuses demandes d'explications, notamment sur les modalités de fixation du prix et la portée du visa de l'AMF.

Compte tenu du contexte de crise financière qui a provoqué une baisse des opérations en 2008, le Service de la médiation a constaté, cette année, un fort ralentissement des demandes de ce type.

Néanmoins, il a eu à traiter certains dossiers et les suivis d'opérations antérieures, comme les suites de l'opération Eurotunnel.

En 2007, le Service de la médiation avait été saisi de près de 300 demandes concernant l'offre d'échange Eurotunnel. En 2008, il a reçu des consultations concernant, essentiellement, les opérations menées par Groupe Eurotunnel SA, consistant dans le remboursement anticipé des obligations remboursables en actions (ORA II) émises dans le cadre de la réorganisation prévue par le plan de sauvegarde, l'émission de titres subordonnés remboursables en actions et l'augmentation de capital par attribution gratuite de bons de souscription d'actions.

Le service a également été saisi de quelques demandes portant sur la radiation de la cote des unités TNU (ex-Eurotunnel) et leur transfert sur le compartiment des valeurs radiées de marchés réglementés.

> Les augmentations de capital

Les augmentations de capital suscitent généralement beaucoup de questions de la part des investisseurs, tant sur le calendrier de l'opération que sur les modalités de mise en œuvre, notamment sur le sort des droits préférentiels de souscription non exercés par leurs titulaires.

Le service a déjà été consulté les années passées sur la pratique consistant pour certains intermédiaires financiers, en l'absence de réponse du titulaire en temps utile et afin de lui éviter une perte, à procéder à la vente des droits non exercés. Cette pratique est possible lorsque les modalités de cette « clause de sauvegarde » sont précisées dans l'avis d'opération sur titres et portées suffisamment tôt à la connaissance des actionnaires.

1

2

3

4

5

6

7

8

Par exemple, s'agissant de l'augmentation de capital de Natixis, outre l'information mentionnée dans l'avis d'opération sur titres émis par le teneur de compte conservateur, la note d'opération, visée par l'AMF le 3 septembre 2008, comportait des dispositions très précises relatives à la cession automatique des droits, aux termes desquelles il était indiqué : « Les réseaux bancaires des Banques Populaires et des Caisses d'Épargne procéderont le dernier jour de la période de souscription, soit le 18 septembre 2008, à la cession automatique des droits préférentiels de souscription de leurs clients n'ayant pas fait connaître leurs intentions préalablement à cette date, cela dans un souci de protéger les intérêts desdits clients. D'autres réseaux bancaires sont susceptibles de faire de même. De telles cessions sont notamment susceptibles d'avoir une influence sur le cours des droits préférentiels de souscription. D'autres réseaux bancaires ne mettront pas en œuvre une telle procédure, ce qui aura pour effet de laisser les droits préférentiels de souscription non exercés par leurs clients devenir caducs à l'issue de la période de souscription. »

Mais même en l'espèce, le Service de la médiation a été amené à appeler l'attention des investisseurs l'ayant contacté sur les modalités de cette clause de sauvegarde. Il a également été précisé aux personnes ayant acquis des droits préférentiels sur le marché, que seule la qualité d'actionnaire préalablement au lancement de l'opération financière permettait une cession automatique des droits préférentiels par leur teneur de compte.

> Les suites d'une procédure judiciaire aux Etats-Unis

Dans le cadre de la procédure menée aux Etats-Unis, la société Vivendi et deux de ses dirigeants avaient accepté de régler le différend en payant des amendes civiles et une indemnisation, combinées pour un montant total d'environ 51 millions de dollars, destinées à être versées aux investisseurs lésés. Le 7 juin 2005, un agent de distribution avait été désigné par les juridictions américaines pour élaborer et mettre en œuvre un plan sur la base duquel les fonds seraient répartis entre les actionnaires remplissant les conditions requises. L'information d'une indemnisation aux Etats-Unis ayant été diffusée dans la presse française, le Service de la médiation a reçu de nombreuses demandes d'actionnaires souhaitant connaître la marche à suivre pour être intégrés à cette procédure.

Il leur a été indiqué les coordonnées de l'agent de distribution et aucun retour n'a été constaté.

> Comme les années précédentes, de nombreux épargnants ont transmis au Service de la médiation des demandes d'enquête sur ce qu'ils considéraient comme des anomalies de marché, parfois qualifiées par eux de manipulations de cours ou comme résultant de délits d'initiés.

Lorsqu'ils comportent des éléments nécessitant des investigations supplémentaires, les courriers reçus dans ce cadre sont adressés pour traitement aux services spécialisés de l'Autorité.

C'est ainsi qu'en 2008, la Direction des enquêtes et de la surveillance des marchés a été destinataire de 105 dénonciations d'opérations présumées suspectes par les épargnants, de demandes d'enquête et d'expertise sur des évolutions de cours anormales.

De nombreuses dénonciations d'opérations et des demandes d'enquête sur des évolutions de cours anormales concernaient des valeurs négociées sur le Marché libre. Il a été précisé aux investisseurs que ce marché ne constituant pas un marché réglementé, au sens de l'article L. 421-1 du code monétaire et financier, il ne se trouvait pas soumis aux dispositions du règlement général de l'AMF relatives aux manipulations de cours et aux opérations d'initiés, seule la réglementation visant la diffusion de fausse information s'appliquant à ce marché.

b) Les dénonciations de pratiques irrégulières

Parfois, les investisseurs signalent des pratiques suspectes de démarchage ou d'offre de services d'investissement, soit qu'ils en aient été directement victimes, soit qu'ils sollicitent des renseignements supplémentaires avant de souscrire ou souhaitent simplement faire part au régulateur de leurs soupçons.

Quatre communiqués ont ainsi été publiés en 2008 sur le site de l'AMF et relayés dans la presse, afin d'alerter le public, à la suite de tels signalements parvenus au Service de la médiation et traités par lui selon un processus rationalisé, garantissant une vérification rigoureuse des faits dénoncés et préservant les droits de la défense des personnes ou entités mises en cause.

L'année 2008 a confirmé une tendance déjà ressentie l'année précédente avec une augmentation significative du nombre de demandes d'investisseurs souhaitant savoir si les personnes ou sociétés qui les sollicitaient avaient les habilitations requises pour le faire ou si les produits proposés étaient autorisés à la commercialisation en France.

Dans ces circonstances, le Service de la médiation les invite systématiquement, lors des permanences téléphoniques et des demandes de consultation, à faire preuve de la plus grande prudence face à des propositions d'investissement présentant des rendements très élevés, sans afficher de risque caractérisé, faites, notamment, par le biais d'internet.

c) L'animation du marché des warrants, certificats et *Exchange Traded Funds* (ETF)

Comme les années précédentes, de nombreux épargnants se sont plaints de l'animation du marché des warrants et certificats. Les *trackers* ont été également de plus en plus présents dans les demandes de consultation.

Dans sa réponse aux investisseurs, le Service de la médiation est souvent amené à rappeler le fonctionnement de ces produits (barrières désactivantes, valorisation...) et l'existence d'un contrat d'apporteur de liquidité conclu entre Euronext Paris et un membre de marché.

Il est également précisé aux investisseurs que les engagements des apporteurs de liquidité varient en fonction des groupes de cotation et des spécificités de chaque instrument.

Il leur est indiqué que les principales dispositions du contrat d'apport de liquidité sont généralement reprises dans le prospectus d'émission des warrants et certificats, notamment celles relatives aux hypothèses dans lesquelles l'apporteur de liquidité est autorisé à suspendre temporairement l'affichage de sa fourchette. Cela peut être le cas s'il ne dispose plus de titres en nombre suffisant pour répondre à la demande ou lorsqu'il n'est plus en mesure d'en connaître, de manière fiable, la valorisation, par exemple en cas de suspension du sous-jacent. Pour avoir de plus amples renseignements, les investisseurs ont généralement été invités à contacter l'apporteur de liquidité des produits concernés.

A cet égard, on ne peut que se réjouir de l'annonce par NYSE Euronext de nouvelles fonctionnalités pour son marché européen des warrants et certificats afin d'en améliorer la transparence et l'efficacité, notamment par la garantie pour l'investisseur d'une exécution de ses ordres au meilleur prix, par la diffusion d'indicateurs sur le temps de présence moyen des émetteurs dans le carnet d'ordres ainsi que par l'indication de la quantité et de la fourchette moyenne sur ce marché listant près de 10 000 produits dérivés.

d) Les suspensions de cotation

En application de l'article 4404/2 du livre I des règles de marché, l'entreprise de marché peut, de sa seule initiative ou sur demande motivée de l'émetteur concerné, suspendre la négociation d'un titre pour empêcher ou arrêter un fonctionnement erratique du marché. Par ailleurs, elle suspend la négociation à la demande d'une autorité compétente. La suspension de cotation fait l'objet d'un avis d'Euronext Paris qui indique son origine, ses raisons, sa date d'effet et les conditions de reprise de la cotation. A défaut, l'avis indique que la cotation est suspendue jusqu'à nouvel avis. Il n'existe pas de délai maximum de suspension de cotation.

1

2

3

4

5

6

7

8

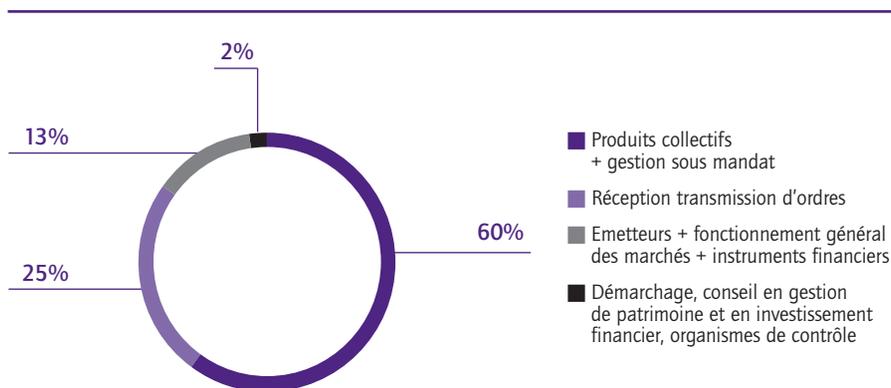
Nombreux ont été les épargnants à se plaindre de n'avoir aucune information à la suite d'une interruption ou d'une suspension de cotation. Il en est ainsi de la suspension dans l'attente d'un communiqué de la société en cause ou de la révélation tardive d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire.

Les difficultés sont accrues lorsque les actions sont radiées de l'Eurolist d'Euronext Paris sans que la société en question soit radiée du registre du commerce et des sociétés, situation qui rend impossible la suppression des lignes de titres des comptes des clients et impose à ces derniers le paiement de droits de garde au bénéfice des teneurs de compte.

Dans sa réponse aux épargnants, le Service de la médiation rappelle la réglementation en vigueur et, en cas de procédure de redressement ou de liquidation judiciaire, leur donne, lorsqu'il les possède, les coordonnées du liquidateur susceptible de leur fournir toutes les informations sur le déroulement des opérations.

3 > La répartition des médiations

Graphique 7 : répartition des médiations par thèmes du 1^{er} janvier au 30 décembre 2008



Source : AMF

a) La commercialisation des produits financiers

Le Service de la médiation a encore reçu, en 2008, de nombreuses réclamations concernant la commercialisation des OPCVM et plus particulièrement des fonds à formule, essentiellement par les réseaux bancaires.

> Les souscripteurs indiquent encore trop souvent avoir investi dans des OPCVM sans avoir reçu le prospectus simplifié ni avoir été alertés sur les risques encourus. Ils exposent n'avoir pas été en mesure de prendre leur décision d'investissement en toute connaissance de cause et avoir souvent cédé aux sollicitations de leur conseiller.

Ce constat est encore plus frappant s'agissant des fonds à formule où l'instruction des dossiers fait apparaître que les souscripteurs en ignoraient la spécificité. A l'échéance, de nombreux épargnants découvrent que ce type de fonds leur a offert uniquement une garantie du capital, hors commission de souscription et que l'obtention d'une rémunération additionnelle à cette garantie dépendait de

l'évolution d'un ou plusieurs indices ou d'un panier d'actions. La présence d'une garantie, ajoutée à une dénomination attractive, laissant supposer un fort rendement ou une formule gagnante à tous les coups, et une durée de placement conseillée, conduisent les souscripteurs de ces fonds à croire à l'assurance de gains à l'échéance.

Au printemps 2008, la presse s'est fait l'écho de réclamations de clients d'un établissement bancaire portant sur des fonds à formule souscrits pour la plupart en 2001 et 2002. Le Service de la médiation avait été destinataire depuis avril 2006 de dossiers relatifs à ces fonds (consultations et demandes de médiation) dans lesquels les épargnants se plaignaient d'une commercialisation « abusive » de la part des conseillers tenant essentiellement en un discours exagérément optimiste, accompagné de documents publicitaires qualifiés de trompeurs. Certains mettaient également en cause l'économie même des produits, notamment le choix des valeurs du panier et leur gestion.

A côté des réclamations individuelles qui ont continué à lui être adressées, le Service de la médiation a été destinataire à la fin du mois de juillet 2008 de courriers ayant vocation à fédérer un grand nombre de dossiers particuliers et lui demandant d'aider les souscripteurs s'estimant lésés à obtenir une indemnisation, de préférence selon une procédure amiable. C'est ainsi qu'il a reçu plus de 300 demandes de médiation dont certaines sont encore en cours de traitement, ce qui rend tout bilan prématuré.

Toutefois, la parfaite coopération de l'établissement mis en cause est à souligner et démontre de la part des professionnels la prise de conscience des avantages d'une procédure amiable qui leur assure la confidentialité des échanges.

En matière de commercialisation de produits financiers, l'adoption par la chambre commerciale de la Cour de cassation, dans un arrêt du 24 juin 2008, d'une analyse du devoir d'information des prestataires de services d'investissement mérite d'être signalée dans la mesure où elle risque d'influencer de manière importante l'issue des procédures judiciaires engagées ou susceptibles de l'être ainsi que sur les pratiques professionnelles.

La Cour de cassation y indique, au visa des articles 1147 du code civil et 33 alinéa 2 du règlement n° 89-02 de la Commission des opérations de bourse, modifié par le règlement n° 98-04 alors applicable que « la publicité délivrée par la personne qui propose à son client de souscrire des parts de fonds commun de placement doit être cohérente avec l'investissement proposé et mentionne le cas échéant les caractéristiques les moins favorables et les risques inhérents aux options qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés ; que l'obligation d'information qui pèse sur ce professionnel ne peut être considérée comme remplie par la remise de la notice visée par la Commission des opérations de bourse lorsque la publicité ne répond pas à ces exigences ».

La Cour de cassation indique ainsi clairement que la publicité doit être cohérente avec l'investissement proposé et participe à l'information due aux investisseurs au même titre que le prospectus.

> Des demandes de médiation ont concerné les OPCVM « monétaire dynamique ».

Désireux de réaliser un placement à court terme sans risque, le client d'une banque s'était ainsi trouvé avoir investi dans un OPCVM qui lui avait été présenté comme se composant à 90% d'une gestion « monétaire dynamique » offrant une grande sécurité, et pour le reste, d'une gestion alternative, visant une performance absolue, le modèle de suivi des risques du produit permettant de les maîtriser et de ne pas dépasser un niveau maximal de perte de 2,5%. Cette présentation séduisante l'avait convaincu de dédier une part importante de ses avoirs à cet investissement. Compte tenu de la forte dévalorisation de son placement, il avait saisi le Service de la médiation. A l'issue de l'instruction sur le fondement de l'obligation d'information et de conseil lors de la commercialisation, l'établissement a accepté de signer un accord transactionnel pour le dédommager.

1

2

3

4

5

6

7

8

Dans le cadre du placement de sa trésorerie, le gérant d'une société qui avait investi près d'un million d'euros dans des OPCVM, sur le fondement d'un document personnalisé présentant les fonds sous un aspect très favorable, avait enregistré une forte moins-value. Bien qu'ayant considéré que le souscripteur disposait d'un certain niveau de connaissances financières et était averti des mécanismes boursiers, la banque a reconnu que l'information personnalisée, sur la base de laquelle la souscription avait eu lieu, axée sur les performances passées, mettant en exergue un rendement avec un risque en capital faible, ne rendait pas compte de la réalité du produit et a versé une indemnisation.

De même, sur la base d'une documentation commerciale présentant l'OPCVM sous un aspect très favorable, le client d'une banque avait souscrit, sur les recommandations de son conseiller, des parts d'un fonds en pensant qu'il s'agissait d'un placement sécurisé, ainsi que sa dénomination pouvait le laisser entendre. En raison des pertes financières enregistrées, ce client s'est adressé au Service de la médiation. Interrogée sur le contenu de la documentation commerciale qui annonçait un « objectif de rendement élevé par rapport au marché monétaire avec un risque limité », tout en s'abstenant de mentionner les risques liés à l'exposition du fonds commun de placement à l'évolution d'un panier de fonds « monétaires dynamiques » ainsi que sur l'existence d'un effet de levier, la banque a finalement accepté d'annuler la souscription.

> Le service a été sollicité à l'occasion de litiges nés de l'application des restrictions de souscription de certains OPCVM.

Il a été interrogé par des porteurs de parts de fonds à règles d'investissement allégées avec effet de levier, sur le fait de savoir si leur intermédiaire était fondé à leur demander de procéder au rachat de leurs parts au motif qu'ils ne remplissaient pas les critères d'éligibilité et à défaut de rachat volontaire, à procéder à un rachat automatique.

Ces demandes ont mis en lumière les risques de commercialisation non adaptée des OPCVM ARIA. En l'espèce, il est apparu que l'intermédiaire, qui n'avait réalisé aucun contrôle lors de la souscription pour s'assurer que les investisseurs appartenaient à une catégorie éligible à ces produits, avait procédé aux rachats des parts détenues par les porteurs positionnés sur ces fonds, sans rechercher s'ils étaient ou non éligibles.

S'agissant des investisseurs ayant formulé une réclamation, ils ont, soit été maintenus dans le fonds lorsqu'ils remplissaient les critères d'éligibilité, soit obtenu le remboursement de l'éventuelle moins-value, des droits d'entrée et, le cas échéant, du surcroît d'impôt.

Afin d'éviter que ce type de dysfonctionnement ne se reproduise, il convient de rappeler la nécessaire mise en place de procédures adaptées à la commercialisation des OPCVM réservés à certains investisseurs.

> Le Service de la médiation a été saisi de demandes relatives à la souscription de titres subordonnés remboursables (TSR).

C'est ainsi que sur les recommandations de leur banque, qui les avait démarchés à leur domicile, un couple d'octogénaires avait souscrit des titres subordonnés remboursables à échéance de douze ans, en pensant que leur capital était garanti et demeurerait disponible à tout moment, sans pénalité. Ils ont fait valoir qu'aucune information ne leur avait été donnée sur les spécificités de ce placement, notamment sur les risques de perte en capital en cas de rachat avant l'échéance.

Ayant découvert la nature exacte de leur investissement, ils avaient demandé le remboursement du capital investi et s'étaient heurtés au refus de l'établissement.

A l'issue de la procédure de médiation, les plaignants ont obtenu la vente de la totalité des TSR et le remboursement de la moins-value constatée à cette occasion.

Dans un autre dossier, sur les recommandations de son conseiller financier, un investisseur avait souscrit, pour le compte de la société civile immobilière (SCI) dont il était gérant, des titres subordonnés remboursables à échéance de 12 ans, pour un montant de 44 000 euros, pensant pouvoir disposer de cette somme à tout moment.

Ce n'est que quelques années plus tard, que cet investisseur, souhaitant réaliser une acquisition immobilière dans le cadre des activités de la SCI, avait été informé de la durée du placement et des risques de perte en capital résultant d'une revente avant l'échéance. Cette personne avait alors demandé, en vain, que sa souscription soit annulée. La procédure de médiation a abouti à la signature d'un protocole transactionnel aux termes duquel la banque a pris en charge la totalité de la moins-value enregistrée à l'occasion de la revente des TSR, pour un montant de 7 100 euros.

> Le Service de la médiation est parfois saisi à l'occasion du placement de nouvelles actions sur le marché.

Alors que son objectif était de compléter sa retraite et de pouvoir, notamment, financer des travaux de copropriété, la cliente d'une banque avait souscrit des actions nouvellement admises sur le marché. Loin de réaliser une plus-value comme le lui avait laissé entendre son conseiller financier, elle avait enregistré des pertes substantielles. Elle a saisi le Service de la médiation afin d'obtenir une compensation au titre d'un défaut d'information et de conseil, considérant ne pas avoir reçu une information claire, complète et adaptée sur les caractéristiques des titres et notamment, sur les risques induits par une souscription d'actions. Dans le souci de sauvegarder de bonnes relations commerciales, la banque a accepté de lui verser la moitié du capital investi, sans pour autant reconnaître une quelconque faute.

b) Les conditions de rachat de parts de fonds communs de placement à risques (FCPR)

En 2008, le Service de la médiation a continué à recevoir, à l'instar des années précédentes, des réclamations révélant un défaut de compréhension des conditions de rachat de parts de FCPR, notamment de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI).

En effet, lorsque le souscripteur s'en tient à la seule lecture du bulletin de souscription, il peut penser que le blocage de ses avoirs ne dépassera pas 5 ans. Or, les dispositions contractuelles énoncées dans la notice d'information et le règlement du fonds peuvent prévoir une durée de blocage supérieure, et il résulte des dossiers reçus que le commercialisateur n'attire pas systématiquement son attention sur la durée réelle d'indisponibilité.

Il faut ainsi rappeler au souscripteur de procéder à la lecture combinée du bulletin de souscription, comportant la mention sur la nécessaire conservation des parts pendant 5 ans afin de bénéficier du régime fiscal de faveur, et des dispositions relatives aux conditions de rachat, figurant dans le corps de la notice d'information ainsi que du règlement du fonds.

D'autres réclamations reçues en 2008 ont révélé un décalage entre l'information figurant dans les documents contractuels (notice d'information et règlement) et les procédures mises en œuvre lors de l'exécution d'un ordre de rachat de parts.

Il est primordial pour l'investisseur de connaître la date, le cas échéant, l'heure, de la centralisation des demandes de rachat, la valeur liquidative sur la base de laquelle la demande est exécutée ainsi que la durée maximale entre la date d'exécution et le virement, sur le compte du client, du produit de la vente.

Dès lors, lorsque ces informations ne figurent pas clairement dans les documents contractuels, il semble judicieux d'inviter le client à interroger par écrit la société de gestion préalablement à la transmission de ses instructions de rachat.

1

2

3

4

5

6

7

8

c) La gestion sous mandat

Comme les années précédentes, le Service de la médiation a été saisi de demandes de médiation dans le cadre de la gestion sous mandat. Ces dossiers mettent en avant un défaut d'information et de conseil de la part des prestataires de services d'investissement, à tout moment de la relation. Il y a peu de résolutions amiables, les gérants n'étant tenus qu'à une obligation de moyens et non de résultat, et la seule absence de performance n'étant pas suffisante à caractériser une gestion fautive.

Certaines demandes ont également porté sur les frais de gestion prélevés par le gérant. De nombreux épargnants se sont interrogés sur une commission perçue au titre de la « surperformance du portefeuille géré ». Considérant que cette commission ne pouvait pas s'appliquer en cas de pertes constatées, ils ont écrit au médiateur afin d'obtenir le remboursement des frais versés à ce titre.

Le Service de la médiation leur a rappelé qu'en l'état de la réglementation, la rémunération de la société de gestion pouvait comprendre une part variable liée à la surperformance du portefeuille géré, également appelée commission de surperformance.

Il leur a été, en outre, précisé que les frais de gestion variables devaient figurer dans le mandat de gestion avec, le cas échéant, l'indication que la rémunération variable était due dès le premier euro de performance, celle-ci devant s'apprécier par rapport à l'objectif de gestion.

Quelques demandes ont porté sur les obligations des prestataires de services d'investissement proposant un service dénommé « gestion conseillée ou assistée ». Ce service est, en réalité, un simple service de réception et de transmission d'ordres comprenant des conseils réguliers sur les marchés et les instruments financiers, le détenteur du portefeuille restant maître de ses placements. A cet égard, une clarification des termes devrait être faite au moment de la signature de la convention afin de lever toute ambiguïté.

D – L'actualité de la médiation

1 > Au niveau européen

Le réseau FIN-NET (*Financial Dispute Resolution Network*)⁽¹⁹⁾ a pour but d'aider les consommateurs à résoudre à l'amiable, de manière rapide, simple et peu coûteuse, les différends qu'ils peuvent avoir avec les prestataires de services financiers (banques, compagnies d'assurances, entreprises d'investissement) établis dans un Etat membre autre que leur Etat d'origine.

Il compte 50 membres, médiateurs ou responsables de « commissions des litiges » ou de « commission d'arbitrages des consommateurs » selon les pays, liés par un protocole d'accord, qui outre un cadre définissant les procédures de coopération transfrontalière, énonce les principes applicables à la résolution extrajudiciaire des litiges, définis dans la recommandation de la Commission du 30 mars 1998 (98/257/CE).

Le médiateur de l'AMF a été désigné, en décembre 2008, membre du comité de pilotage de FIN-NET.

Le réseau se réunit régulièrement sur la base d'un ordre du jour abordant principalement les évolutions juridiques européennes en matière de services financiers, le développement des systèmes de recours extrajudiciaires, la coopération entre ses membres et les litiges nouveaux, complexes ou récurrents auxquels ils sont confrontés. Les membres de FIN-NET sont également consultés individuellement par la Commission européenne à l'occasion des différentes études qu'elle conduit.

(19) Des informations plus détaillées sur FIN-NET et les systèmes qui en sont membres sont disponibles sur le site internet de la Commission européenne : http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/finnet/index_fr.htm

Les membres du réseau FIN-NET se sont particulièrement attachés en 2008 à sensibiliser les Etats membres sur la nécessité de créer et de promouvoir des systèmes de résolution alternatifs des litiges dans tous les secteurs financiers afin d'offrir aux investisseurs une possibilité de résoudre à l'amiable leurs différends nationaux et transfrontaliers qu'ils ne porteraient pas, pour la grande majorité d'entre eux, devant les tribunaux, compte tenu des délais et du coût des procédures.

Le réseau FIN-NET a, également, abordé la manière dont ses membres traitaient les demandes de médiation pour lesquelles ils n'étaient pas territorialement compétents. Les organismes de traitement extrajudiciaire des litiges couvrent, en effet, les prestataires de services financiers qui opèrent à l'intérieur et à partir du pays dans lequel l'organisme existe.

Face à une demande qui n'est pas de leur ressort, certains membres de FIN-NET, dont le médiateur de l'AMF, invitent le plaignant à contacter directement l'organisme de traitement des plaintes compétent en lui communiquant toutes les informations nécessaires sur celui-ci et, le cas échéant, sur ses procédures. Quelques membres assistent même le demandeur dans la traduction de sa réclamation s'il n'est pas à même de s'exprimer dans la langue du pays concerné ou en anglais. L'objectif du réseau FIN-NET est, en effet, de faire en sorte que les plaignants aient, au moins, la possibilité de formuler leurs réclamations dans la langue du contrat ou dans celle dans laquelle ils traitent habituellement avec le prestataire de services financiers. De nombreux organismes autorisent toutefois d'autres langues.

Les membres du réseau FIN-NET ont été également invités à commenter le projet de consultation par la Commission européenne sur les systèmes de résolution alternative des litiges, avant son lancement, et ont pu ainsi orienter et faire préciser les questions posées.

Ils ont abordé les conséquences de la crise financière sur leur activité : tous ont reçu de nombreuses questions portant sur les crédits, la garantie des fonds et des dépôts et la faillite de grandes banques. Ils n'ont pas constaté d'affolement chez les investisseurs, ceux-ci paraissant rassurés par l'existence des fonds de garantie et le relèvement du plafond à 100 000 euros effectué dans plusieurs pays.

Ils ont répondu à de nombreuses études et consultations comme :

- > l'étude sur les réseaux d'assistance des consommateurs européens ;
- > l'étude d'impact de la directive 2002/65 concernant la commercialisation à distance des services financiers auprès des consommateurs sur la conclusion des contrats de services financiers transfrontaliers entre professionnels et consommateurs ;
- > l'étude sur le développement d'une méthodologie commune de classification des plaintes des consommateurs ;
- > la consultation sur la résolution alternative des litiges dans le domaine des services financiers.

2 > Au niveau national

a) La poursuite des travaux au sein du Club des médiateurs du service public

Le médiateur de l'AMF fait partie, depuis février 2007, du Club des médiateurs du service public.

Ce club informel, créé en avril 2002, a pour objet d'échanger autour des pratiques de chacun, de contribuer à la réflexion et d'être force de proposition et de promotion de la médiation, tant en France qu'au niveau européen, certains de ses membres étant également membres du réseau FIN-NET.

Il a organisé, le 20 octobre 2008 à Bercy, une rencontre autour des enjeux et perspectives de la directive européenne du 21 mai 2008 relative à la médiation en matière civile et commerciale, entre les acteurs de la médiation, qu'ils agissent dans un contexte judiciaire ou au sein d'organismes publics ou privés.

Le club a pris l'engagement d'autres initiatives afin de fédérer toutes les énergies déjà mobilisées à l'occasion de la négociation de la directive pour arriver à une transposition efficace de ce texte.

1

2

3

4

5

6

7

8

b) Mieux faire connaître le médiateur de l'AMF

L'un des objectifs de la démarche « pour une meilleure régulation » a été de mieux faire connaître l'existence et le rôle du médiateur de l'AMF.

Cette information avait comme finalité de permettre une protection homogène des épargnants et de leur donner, ainsi qu'aux professionnels concernés, une ultime possibilité de régler leurs différends à l'amiable.

En 2008, l'information sur l'existence et le rôle du médiateur de l'AMF s'est développée auprès des professionnels et du public :

- > c'est ainsi que des réunions ont été organisées avec l'Association française de gestion financière (AFG), au cours desquelles l'activité du médiateur de l'AMF a été présentée aux adhérents intéressés qui ont pu s'informer du déroulement des médiations et des thèmes traités ;
- > au-delà de ces rencontres institutionnelles, les contacts sont réguliers avec les interlocuteurs du Service de la médiation dans les établissements (responsables du contrôle des services d'investissement, responsables de la conformité et du contrôle interne, responsables de la clientèle) avec lesquels un dialogue fructueux est engagé, au-delà des dossiers particuliers, sur les problématiques récurrentes, les réformes réglementaires ainsi que les voies d'amélioration envisageables ;
- > de même la coopération avec le Comité consultatif du secteur financier s'est poursuivie pour préparer la publication d'un avis sur la publicité des produits financiers ;
- > le médiateur participe également aux débats organisés par le groupe de travail du Mouvement des entreprises de France (MEDEF) sur les modes alternatifs de règlement des litiges de consommation ;
- > enfin, le médiateur est intervenu en direct sur un site internet où il a pu répondre aux questions des investisseurs. Il a fait l'objet d'interviews à la radio et de nombreux articles dans la presse économique où il a pu expliquer les modalités, les objectifs et les résultats de son activité au service de la protection de l'épargne.

La mise en place des trois formulaires de saisine électronique (médiation, consultation, transmission d'informations) a été faite le 16 avril 2008 et s'est révélée un succès, ce moyen facilitant la formulation des demandes et accélérant ainsi leur traitement.

3 > Les perspectives

L'année 2008 a vu l'extension du champ de la médiation bancaire aux produits d'épargne par la loi n° 2008-3 du 3 janvier 2008 pour le développement de la concurrence au service des consommateurs. Cette extension n'a ni provoqué une baisse des saisines de la médiation de l'AMF ni altéré la parfaite coordination entre les différents intervenants, qu'il est impératif de sauvegarder.

Il est essentiel d'accroître encore la visibilité de l'ensemble des modes de résolution amiable auprès des investisseurs. Pour cela, l'information sur la médiation doit être poursuivie. Si une sensibilisation à la réforme a été faite par le Comité de la médiation bancaire auprès des établissements de crédit, elle devrait s'étendre à d'autres acteurs de l'épargne et inclure la mission de médiation exercée au sein de l'AMF.

Ainsi, l'ensemble des investisseurs pourra bénéficier d'une complète information, dont les modalités seront à prévoir dans les conventions de compte mais également dans les avis d'opération et les relevés.

La promotion de la médiation sera sans doute facilitée par la transposition de la directive sur la médiation civile et commerciale qui, au-delà des litiges transfrontaliers, a vocation à « s'appliquer également au processus de médiation internes aux Etats ».

Il faudra, également, suivre les développements que les pouvoirs publics donneront à la proposition du groupe de travail sur la dépénalisation du droit des affaires tendant au développement des modes alternatifs de résolution des litiges dans le domaine économique et financier.

Enfin, au cœur de la problématique de la commercialisation des produits financiers, le Service de la médiation de l'AMF sera particulièrement attentif aux choix qui seront faits parmi les conclusions du rapport de la mission de réflexion sur l'organisation et le fonctionnement de la supervision des activités financières en France établi par M. Deletré en janvier 2009.

Le rapport souligne, en particulier, le fait que « l'AMF est la seule des trois autorités de supervision à avoir mis en place un service de médiation » et en rappelle le fondement légal ainsi que les derniers chiffres connus de son activité. Il précise également qu'en cas de modification du champ d'intervention de l'AMF, il faudrait aussi s'interroger sur le périmètre d'action à retenir pour son service de médiation.

1

2

3

4

5

6

7

8

CHAPITRE 8

L'AMF et les professionnels

- | | |
|---|-----|
| 1 – La concertation avec la Place | 263 |
| 2 – Le Conseil scientifique | 270 |
| 3 – Les actions de formation et d'information | 272 |
| 4 – La coopération avec la Banque de France | 272 |

1 – La concertation avec la Place

A – Le point sur la démarche « pour une meilleure régulation »

En 2006, à l'issue d'une large consultation de place, l'AMF a pris une série d'engagements dans le cadre de sa démarche « pour une meilleure régulation ».

Il s'agit de concevoir une manière de proportionner à leurs enjeux les actions du régulateur pour assurer la protection de l'épargne, le bon fonctionnement et l'intégrité du marché, sans handicaper l'efficacité et la compétitivité de la Place et de ses différents secteurs d'activité.

À l'issue des deux premières années de mise en œuvre de cette démarche, l'AMF a soumis à l'appréciation de ses interlocuteurs un premier bilan des actions entreprises combiné à une présentation de son programme de travail pour les deux prochaines années.

Diffusé le 25 avril 2008, ce document⁽¹⁾ présente :

- > un premier bilan de la démarche « pour une meilleure régulation », engagement par engagement ;
- > les réformes internes entreprises à l'AMF ;
- > la mesure des résultats atteints ;
- > les prochaines étapes de la démarche « pour une meilleure régulation » ;
- > le programme de travail à deux ans en matière de régulation financière.

Les étapes annoncées en 2007 et réalisées en 2008, qui sont présentées de manière détaillée dans d'autres parties de ce rapport, concernent en particulier l'adaptation des procédures et des textes pour les prestataires de petite taille et la publication d'un recueil des décisions de la Commission des sanctions et des juridictions de recours.

Au-delà des mesures adoptées ces deux dernières années, les orientations d'ensemble qui sous-tendent la démarche de meilleure régulation sont devenues des préceptes quotidiens dans la gestion opérationnelle de la régulation : optimiser les moyens d'action et les proportionner aux enjeux, adapter les textes et les procédures à la diversité et à l'évolution des situations, appliquer les textes européens de manière cohérente avec l'approche des homologues de l'AMF, mieux évaluer l'impact de notre régulation.

B – Les travaux des Commissions consultatives⁽²⁾

1 > La Commission consultative Opérations et information financières des émetteurs

Composition :

Yves Mansion, président

Bernard Field, vice-président

Olivier Assant (Bredin Prat), Olivier Azières (Cabinet Azières Conseil), Jean-François Biard (BNP Paribas), Philippe Bougon (Schneider Electric), Jean-Régis Carof (L'Oréal), Franck Ceddaha (Oddo Corporate Finance), Jean Cedelle (Calyon), Martine Charbonnier (NYSE Euronext Paris), Christophe Clerc (Marccus Partners), Marie-Noëlle Dompé (Darrois), France Drummond (université Paris II), André Dupont-Jubien (Lazard Frères et Cie), Jacques Espinasse (administrateur), Frédéric Gasnier (Léger et Associés), John Glen⁽³⁾, Philippe d'Hoir (Fidal), Christian Labeyrie (Vinci), Philippe Lagayette (JP Morgan), Michel Léger (Léger et Associés), Alain de Marcellus (Cap Gemini), Patrice Marteau (Acteo), Marie-Christine de Nayer (Freshfields), Hervé Philippe (Havas), Gilles Requillart (PSA Peugeot Citroën), Jacques Rossi (Cabinet Rossi), Eliane Rouyer (Accor/CLIFF), Lionel Verdouck (Bouygues), Caroline Weber (Middlenext).

(1) Disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Consultations > AMF ».

(2) Les travaux de la Commission Epargnants sont traités au sein du chapitre 7 du présent rapport « L'AMF et les épargnants », page 237.

(3) A quitté la Commission Emetteurs au second semestre 2008.

La Commission consultative Opérations et information financières des émetteurs (Commission Emetteurs) s'est réunie à neuf reprises au cours de l'année 2008.

En début d'année, son avis a été recueilli sur des propositions de modifications de procédures internes à l'AMF relatives à l'instruction de dossiers : l'une portant sur l'amélioration de la prévisibilité de la procédure de visa des prospectus d'opérations financières *via* l'introduction d'une procédure simplifiée, l'autre relative à la politique de contrôle des documents de référence.

Elle a décidé, lors de sa séance de mars 2008, de mettre en place un sous-groupe de travail ayant pour mission de recenser les sujets relatifs à l'appel public à l'épargne afin de faire des propositions concrètes au Collège de l'AMF ainsi qu'au Gouvernement dans le cadre de la loi de modernisation de l'économie.

La Commission Emetteurs a également été consultée sur les modifications à apporter au règlement général de l'AMF concernant, d'une part, les règles applicables aux interventions sur les titres concernés par une offre en période d'offre publique d'acquisition et, d'autre part, les rachats d'actions. Elle a également été consultée sur la proposition de suppression de la procédure de garantie de cours sur un marché réglementé et de redéfinition de celle-ci sur un marché organisé.

Elle a, par ailleurs, formulé des remarques sur le rapport du groupe de travail sur les franchissements de seuil de participation et les déclarations d'intention⁽⁴⁾ ainsi que sur les dispositions du projet d'ordonnance du gouvernement portant sur ces points.

Parallèlement, la Commission Emetteurs a été étroitement associée aux travaux menés par l'AMF visant à clarifier ses textes et, notamment, certaines de ses positions doctrinales sur les opérations et l'information financières. Son avis a été recueilli, notamment, sur les thèmes suivants : actualisation des questions-réponses sur les déclarations des dirigeants ainsi que celles sur les obligations d'information financière des sociétés cotées sur Euronext Paris ; propositions d'assouplissement des règles du marché réglementé à l'occasion des introductions en bourse ; recommandations sur l'information financière trimestrielle ; recommandations en vue de l'arrêté des comptes 2008 ; mise à jour de l'interprétation AMF sur l'information à donner sur les rémunérations des dirigeants dans les documents de référence.

Enfin, aux mois d'octobre et de décembre 2008, la Commission Emetteurs a examiné le projet de rapport de l'AMF 2008 sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne – publié en novembre 2008⁽⁵⁾ – et celui sur les agences de notation – publié en janvier 2009⁽⁶⁾.

2 > La Commission consultative Organisation et fonctionnement du marché

Composition :

Jean-Michel Naulot, président

Jean-Pierre Pinatton, vice-président

Jean-François Bay (Seeds Finance), Jean-François Biard (BNP Paribas), Françoise Bonfante (UBS Securities France SA), Jean-Pierre Bornet (Banque fédérale des Banques Populaires), Alban Caillemer du Ferrage (Gide Loyrette Nouel), Didier Demeestere (Amplégest), Gérard Harlin (AXA), William Higgons (Siparex), Catherine Langlais (NYSE Euronext), Jean Bernard Laumet (HSBC Securities (France), Patrice Marteau (Acteo), Hubert Massiet du Biest (LCL Crédit Lyonnais), Jean-Pierre Mattout (Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP), Alain Moynot (SCS Almo Finances), Christian Nesi (Banque de France), Bertrand Patillet (CA Cheuvreux SA), Hubert de Vauplane (Calyon).

(4) Groupe de travail présidé par Bernard Field, cf. *supra*, page 100.

(5) Cf. *supra*, page 117. Rapport disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Publications > Rapports annuels > Rapports contrôle interne et gouvernement d'entreprise ».

(6) Disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Publications > Rapports annuels > Rapports agences de notation ».

1

2

3

4

5

6

7

8

La Commission consultative Organisation et fonctionnement du marché s'est réunie neuf fois au cours de l'année 2008.

La Commission a eu à examiner, en seconde lecture, le projet de modification du règlement général de l'AMF portant sur la gestion des informations privilégiées et les restrictions applicables au sein des prestataires de services d'investissement ainsi que le projet de modification du règlement général portant sur les interventions sur les titres concernés par une offre publique d'acquisition. Ce dernier projet, qui a suscité de nombreuses réactions lors de la consultation de Place, a fait l'objet d'un débat au sein de la Commission consultative avant sa mise en consultation et dans la phase finale de son élaboration.

La Commission a par ailleurs examiné un projet de modification de l'instruction relative à la déclaration à l'AMF d'opérations suspectes, destiné à préciser les informations à faire figurer dans le formulaire de déclaration. Ce texte a donné lieu à un débat vif mais constructif sur les diligences attendues de la part des prestataires de services d'investissement dans l'établissement des déclarations de soupçons.

En lien avec la transposition récente de la directive MIF et avec l'initiative prise par l'AMF de publier sur son site internet une foire aux questions MIF⁽⁷⁾, deux séries de questions-réponses ont été soumises à la Commission consultative. Les questions-réponses portant sur la définition des transactions personnelles, la catégorisation et l'évaluation des clients ou encore la notion d'exécution simple appliquée aux ordres de bourse avec service de règlement différé ont plus particulièrement retenu l'attention de la Commission.

Euronext Paris a par ailleurs continué à développer des initiatives visant à répondre au développement de la concurrence dans l'univers *post*-MIF. La Commission a eu un long échange sur le nouveau modèle de marché pour les warrants proposé par Euronext, projet qui a été revu par Euronext pendant l'été afin de tenir compte des remarques formulées par la Commission consultative lors d'un premier examen. Le nouveau type d'ordres et les nouvelles modalités de gestion des seuils de réservation afférent à la mise en place de la nouvelle plate-forme de négociation UTP (*Universal Trading Platform*) sur Euronext (décembre 2008 pour les obligations, février 2009 pour les actions et les ETF) ont été également examinés par la Commission.

La Commission a enfin été saisie, pour avis, du projet de rapport de la mission d'étude confiée à Jean-Pierre Pinatton sur la certification professionnelle des acteurs de marché⁽⁸⁾ ainsi que du projet de rapport du groupe de travail, présidé par M. Bernard Field, sur les franchissements de seuils de participation et les déclarations d'intention⁽⁹⁾.

3 > La Commission consultative Activités de gestion financière

Composition :

Philippe Adhémar, président

Jean-Pierre Hellebuyck, vice-président

Francis Ailhaud (Groupama Asset Management), Christian Boisson (Crédit Agricole Asset Management), Dominique Carrel-Billard (AXA-IM), Raymond de Courville (AM Capital), Gilles Glicenstein (BNP Paribas Asset Management), Guillaume Jalenques de Labeau (SPGC⁽¹⁰⁾), Pierre Jolain (Haas gestion), Jean-Louis Landais (Banque de France), Gérard Pfauwadel (Unigestion AM), Alain Pietrancosta (université Paris I Sorbonne), Hélène Ploix (Pechel Industries), Bruno Prigent (Société Générale), Antoine de Salins (FRR⁽¹¹⁾), Patrick Sellam (Cabinet Patrick Sellam), Etienne Stofer (CRPN⁽¹²⁾).

(7) Rubrique « Textes de référence > Positions AMF ».

(8) Cf. *infra*, page 272 et le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Consultations > Consultations AMF > Sujets autres ».

(9) Disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Consultations > Consultations AMF > Sujets autres ».

(10) Société privée de gestion et de conseil.

(11) Fonds de réserve pour les retraites.

(12) Caisse de retraite du personnel navigant.

La Commission consultative Activités de gestion financière est le lieu d'un dialogue avec la Place où sont présentés différents acteurs professionnels : non seulement des gérants d'actifs, mais aussi des dépositaires et des investisseurs institutionnels. Elle a poursuivi ses travaux en 2008 au travers de neuf réunions.

La dimension européenne des évolutions réglementaires a été particulièrement marquée dans les travaux de cette Commission en 2008, puisque celle-ci s'est penchée sur la réponse à donner à l'appel à contributions de la Commission européenne sur les produits substituables, sur le rapport du groupe de travail de la Commission européenne sur les fonds immobiliers dans l'Union, sur les conditions d'une supervision efficace d'un passeport de la société de gestion dans le contexte de la finalisation puis de l'adoption de la directive OPCVM IV, ainsi que sur les conséquences de la directive MIF sur les promoteurs et les distributeurs d'OPCVM, et sur des questions techniques touchant à l'éligibilité de certains produits dérivés à l'investissement des OPCVM coordonnés. Elle a, en outre, suivi les travaux du CESR sur le passeport de la société de gestion, tout comme ceux relatifs au contrôle des risques dans les sociétés de gestion.

La Commission a, par ailleurs, été consultée sur les principales évolutions de la réglementation dans ses domaines de compétence. On peut citer, parmi un grand nombre de sujets, les projets d'instructions en matière de gestion des organismes de placement collectif en immobilier (OPCI), la mise en œuvre des modifications du cadre réglementaire de la gestion alternative, la mise en œuvre de la réforme de la procédure d'agrément des OPCVM, les modifications en matière de gestion d'actifs introduites dans la loi de modernisation de l'économie, l'adaptation du règlement général de l'AMF en matière de périodicité de calcul de la valeur liquidative des OPCVM, le projet de modification du code monétaire et financier relative à la mise en place d'une procédure d'identification des porteurs ou actionnaires d'un organisme de placement collectif.

Les travaux de la Commission ont également revêtu une dimension stratégique. Ainsi, un débat de fond a été mené sur plusieurs séances sur les conséquences et les enseignements à tirer de la crise financière en ce qui concerne la gestion d'actifs.

La Commission s'est également prononcée sur des projets menés par l'AMF, tels que le projet d'instruction relative à la commercialisation des OPCVM par les sociétés de gestion ou le projet de nouveau dossier type d'agrément des sociétés de gestion.

L'articulation des travaux de la Commission avec les groupes de travail dédiés à des sujets précis présentant des enjeux pour la gestion a été assurée par le biais de points d'étape réguliers avec les animateurs de ces groupes : tel a été le cas du groupe de travail sur l'agrément des OPCI grand public présidé par MM. Adhémar et Hellebuyck et de la mission de réflexion menée par M. de Demandolx Dedons en matière d'adaptation des exigences de l'AMF aux sociétés de gestion et autres prestataires de services d'investissement de petite taille.

4 > La Commission consultative Activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison

Composition :

Dominique Hoenn, président

Jean de Demandolx Dedons, vice-président

Robert Baconnier (ANSA), Philippe Castelaneli (HSBC Bank PLC), Emmanuel de Fournoux (AFEI)⁽¹³⁾, Michel Germain (université Paris II), Christophe Hémon (LCH.Clearnet SA), Anne Landier Juglar (CACEIS), Philippe Langlet (Société Générale), Christophe Lepitre (ADI Alternative Investments), Yvon Lucas (Banque de France), Guy Mengin (Crédit Suisse), Daniel Mesure (Crédit Agricole Titres),

(13) Association française des entreprises d'investissement.

Philippe Pauzet (Arlis), Marcel Roncin (AFTI), Yann de Saint-Meleuc (Groupama Asset Management), Pierre Slechten (Euroclear France).

La Commission s'est réunie deux fois au cours de l'année 2008.

Elle a examiné un projet de modification du règlement général de l'AMF relative aux teneurs de comptes conservateurs, modification s'inscrivant dans un souci de mise en cohérence avec la nouvelle rédaction du livre III du règlement général, relatif aux prestataires, issue de la transposition de la directive MIF. Les remarques formulées sur l'architecture du texte ont été prises en compte. S'agissant des changements de fond proposés, et notamment l'introduction d'une mention spécifique de la tenue de compte flux et de la tenue de compte d'instruments financiers à terme, la Commission consultative a recommandé d'engager un dialogue avec les associations professionnelles (AMAFI, AFTI). Ce dialogue, qui s'est poursuivi pendant l'été, n'a toutefois pas permis de parvenir à un accord sur un texte à fin 2008.

La Commission a également été saisie de la question de la responsabilité du dépositaire central en matière de traitement des opérations sur titres lorsque les modalités d'une opération sur titres en France sont susceptibles d'être non conformes au regard du droit applicable. Comme l'avait suggéré la Commission, la discussion a été élargie aux associations professionnelles concernées. Si la responsabilité première de l'émetteur a été rappelée avec force par tous les participants, il n'est en définitive pas apparu opportun de modifier le règlement général de l'AMF à ce sujet.

Deux représentants de la Commission européenne (Direction générale marché intérieur et services) ont par ailleurs été conviés à faire une présentation des projets de révision des directives Collatéral et Finalité des paiements aux membres de la Commission consultative. Un point a également été fait sur les discussions en cours en matière d'harmonisation du droit des titres.

C – Les travaux des groupes de Place

1 > L'admission aux négociations d'obligations islamiques (*sukuk*) sur un marché réglementé français

L'expansion du marché de la finance islamique depuis quelques années a conduit certains émetteurs à demander la cotation d'obligations islamiques (*sukuk*) sur la Place de Paris. A la suite des travaux menés par un groupe de travail, dirigé par Dominique Hoenn, l'AMF a publié le 2 juillet 2008 une position concernant l'admission à la négociation de *sukuk* sur un marché réglementé français⁽¹⁴⁾.

Les *sukuk* sont des obligations islamiques liées à un actif sous-jacent à travers différents types de structures, dont les deux principales catégories sont, d'une part, les *sukuk* dont la rémunération et le remboursement reposent principalement sur des actifs sous-jacents et qui s'apparentent donc, par construction, à de la titrisation et, d'autre part, les *sukuk* dont la rémunération et le remboursement sont fondés sur des actifs sous-jacents, mais dans lesquels les investisseurs se reposent principalement sur l'engagement d'une ou plusieurs entités pour tout ou partie des paiements dus au titre des *sukuk*.

Le groupe de travail dirigé par Dominique Hoenn, membre du Collège, et composé de professionnels de la Place, a examiné les caractéristiques spécifiques de ces titres à la lumière de la directive Prospectus en se limitant dans un premier temps aux émissions de *sukuk* ayant fait l'objet d'un placement initial privé et/ou international et donc destiné aux investisseurs professionnels.

Le groupe de travail a rappelé que si l'AMF a pour mission de s'assurer que le prospectus a été établi conformément aux textes européens ; en revanche la compatibilité de l'émission avec les principes de la *charia* ne relève pas de sa compétence et il appartient aux émetteurs, avec l'aide de leurs

(14) Disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique «Textes de référence > Positions AMF».

conseils, d'inclure dans le prospectus les éléments pertinents en la matière. Par ailleurs, en ce qui concerne le contenu du prospectus, si le règlement européen ne prévoit pas de schéma spécifique aux *sukuk*, l'article 23.2 de ce règlement précise toutefois que l'émetteur peut adapter le contenu du prospectus, sur la base des schémas existants, aux caractéristiques particulières des titres émis. En conséquence, la position publiée en juillet 2008 par l'AMF suggère plusieurs possibilités pour déterminer, en fonction de la structure des *sukuk*, sur la base de quels schémas prévus par le règlement européen le prospectus doit être préparé. Ainsi, lorsque le remboursement des *sukuk* repose principalement sur les actifs sous-jacents, le prospectus sera établi essentiellement sur la base des schémas relatifs aux « titres adossés à des actifs ». Dans le cas où une partie tierce est engagée sur tout ou partie des paiements dus au titre des *sukuk*, une information appropriée sur cette entité, conformément au point 2.2.11 du schéma VIII, devra en plus être donnée.

2 > Les évolutions proposées sur Alternext

Dans le contexte de la réforme de l'appel public à l'épargne, l'AMF a effectué au second semestre 2008 un bilan de l'environnement législatif et réglementaire régissant le fonctionnement d'Alternext, afin d'identifier les évolutions susceptibles de garantir l'équilibre global de la structure des marchés français.

A cet égard, un groupe de travail présidé par Jean-Pierre Pinatton, réunissant notamment sociétés cotées, intermédiaires, investisseurs ainsi qu'Euronext, a élaboré une série de propositions consensuelles. Le groupe a proposé à la fois un allègement de certaines dispositions applicables sur Alternext (suppression du rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne et allègement des modalités de publication des droits de vote) et un alignement sur un certain nombre de souplesses prévues sur les marchés réglementés : extension des objectifs du programme de rachat d'actions, déclaration à l'AMF des franchissements des seuils de 50% et 95%, mise en place du retrait obligatoire, application de certaines dispositions relatives aux augmentations de capital et aux programmes d'options et d'actions gratuites, extension de la pratique de marché des contrats de liquidité.

Enfin, le groupe a souhaité le lancement de réflexions sur le régime de garantie de cours applicable sur Alternext et sur les conditions de passage d'une société cotée sur Eurolist vers Alternext sans mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire. Sur ce dernier point, le rapport précisait que des solutions plus précises seraient proposées rapidement par une mission *ad hoc*.

Le rapport, soumis à consultation publique entre début octobre et fin novembre 2008, a été également adressé au ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi. Les participants à la consultation publique ont salué l'initiative lancée par l'AMF visant à faire un bilan de la réglementation applicable à Alternext en raison notamment du véritable enjeu que constitue le fait de permettre au marché de jouer pleinement son rôle de financement de l'économie, en recherchant le bon équilibre entre besoin de souplesse des émetteurs de valeurs moyennes et besoin de garanties des investisseurs.

L'AMF a réuni en octobre et novembre 2008 un groupe réduit de participants dans une mission *ad hoc* afin :

- > de déterminer les conditions et procédures du transfert d'une société d'Eurolist vers Alternext, de façon notamment à permettre une valorisation équitable des titres concernés, une liquidité éventuelle pour les actionnaires vendeurs et une information adéquate du public, et
- > de formuler des propositions sur la façon dont Alternext pourrait parallèlement conforter sa visibilité internationale, notamment en garantissant l'éligibilité des titres négociés sur Alternext à un maximum d'investisseurs institutionnels en Europe et en assurant l'attractivité de ce marché vis-à-vis des émetteurs des pays tiers.

Au terme de son analyse, la mission *ad hoc* a proposé le maintien des règles relatives aux offres publiques pour les sociétés d'Euronext qui demanderaient leur transfert sur Alternext comme condition réglementaire préalable à ce transfert. Par ailleurs, deux autres types de dispositions ont été identifiés : l'information des actionnaires préalablement au transfert et l'approbation de ce transfert par l'assemblée générale des actionnaires. Euronext a ainsi prévu que ces dispositions soient incluses dans ses règles de marché. Enfin, la mission *ad hoc* a proposé que l'AMF donne la possibilité à l'entreprise de marché de mettre en place une cote officielle dans un cadre réglementaire formalisé.

Les propositions de cette mission *ad hoc* ont fait l'objet d'une consultation publique jusqu'au 27 février 2009⁽¹⁵⁾.

3 > Les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclarations d'intention

Les travaux du groupe de travail, présidé par Bernard Field, sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et déclarations d'intention sont exposés dans le chapitre 3, page 100.

D – Les suites données aux travaux des groupes de Place menés en 2007

1 > La mise en place effective d'une procédure simplifiée d'instruction et de visa

Un groupe de travail de la Commission Emetteurs présidé par Bernard Field, membre du Collège, avait proposé fin 2007 une procédure offrant à l'émetteur une meilleure visibilité sur les modalités et délais d'octroi du visa lors d'opérations standard, dès lors qu'il justifie d'un historique suffisant (trois ans de documents de référence, respect des obligations d'information du marché, etc.). Cette procédure est accessible en contrepartie d'une attestation de l'émetteur ainsi que d'une attestation du prestataire de services d'investissement participant à l'opération.

A la suite de la consultation publique sur la procédure simplifiée d'instruction et de visa pour les opérations financières des sociétés cotées, l'AMF a publié le 12 mars 2008 l'article 5 de l'instruction de l'AMF n° 2005-11 du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne, prise en application du titre I du livre II du règlement général de l'AMF, qui présente la nouvelle procédure.

Concomitamment, l'AMAFI⁽¹⁶⁾, en accord avec l'AMF, a publié la première note d'opération type (incluant le résumé) portant sur les émissions d'actions avec maintien du droit préférentiel de souscription. Avant la fin du premier semestre 2009, deux autres notes d'opération type devraient être publiées, l'une portant sur les augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, l'autre relative aux émissions d'OCEANE (sans DPS, avec ou sans délai). Des points d'étape seront faits périodiquement, afin de s'assurer de la mise en œuvre et du bon fonctionnement de la nouvelle procédure.

2 > L'adaptation des procédures et des textes pour les valeurs moyennes cotées

La présidence d'un groupe de place avait été confiée mi-2007 à Yves Mansion, membre du Collège. Son rapport a été publié en novembre 2007⁽¹⁷⁾. Le groupe de travail sur les aménagements de la réglementation financière pour les valeurs moyennes et petites (VaMPs) a formulé une série de préconisations afin de prendre en compte la spécificité des valeurs moyennes et petites que l'AMF a reprises dans une position publiée le 9 janvier 2008⁽¹⁸⁾.

(15) Dont le texte est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Consultations > Consultations AMF > Sujets autres ».

(16) Association française des marchés financiers.

(17) Cf. Rapport annuel 2007, page 102. Rapport disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Consultations > Consultations AMF > Sujets Autres ».

(18) Disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Tests de référence > Positions AMF ».

Parmi les recommandations formulées pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2007, figurait l'établissement d'un guide adapté aux VaMPs pour la préparation et la rédaction de leur rapport sur le contrôle interne. Ce guide a été établi et accompagné d'un cadre de référence⁽¹⁹⁾. Dans son rapport 2008 sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne, l'AMF a relevé que l'adhésion à ce cadre de référence est particulièrement perceptible de la part des valeurs moyennes et petites qui déclarent, pour environ la moitié d'entre elles, utiliser le cadre de référence alors qu'une très faible partie d'entre elles s'appuyaient l'an passé sur un référentiel.

Par ailleurs, conformément aux propositions du groupe de travail, l'AMF a participé en 2008 à plusieurs réunions de contact avec les VaMPs organisées par MiddleNext. Ces réunions se sont déroulées à Lyon, Marseille, Nantes, Toulouse, Strasbourg et Paris. Elles ont permis à l'AMF de présenter ses missions et l'organisation de ses services opérationnels, et de répondre aux questions des nombreux participants, sociétés et professionnels en relation avec le régulateur.

2 – Le Conseil scientifique

A – Les séances

Le Conseil scientifique de l'Autorité des marchés financiers⁽²⁰⁾s'est réuni à trois reprises en 2008. A chaque séance, des travaux de recherche ont été présentés, en lien direct avec les préoccupations du régulateur de marché.

Le 11 avril s'est tenue la première séance 2008 du Conseil scientifique de l'AMF, au cours de laquelle deux intervenants ont présenté leurs travaux. En premier lieu, Christian Gourieroux (CREST et université de Toronto) a abordé les questions relatives à la « migration de *rating* ». Dans un premier temps, il a rappelé les grands principes sous-tendant la notation de crédit ainsi que les utilisations qui en sont faites. Il a ensuite souligné la multiplicité des notations, qui doivent être déclinées selon le type de risque, l'information disponible et l'horizon du risque considéré. Dans ce cadre, la migration des notations consiste à mettre à jour de façon régulière les niveaux de risques associés aux produits ou aux emprunteurs. Christian Gourieroux a ensuite présenté dans les grandes lignes une méthode permettant de modéliser cette migration.

En second lieu, Rama Cont (CNRS et université de Columbia) a présenté un « examen critique des méthodes de notation des produits structurés de crédit ». Après avoir rappelé les principes de fonctionnement des CDO (*collateralised debt obligation*), il a mis en exergue l'interdépendance significative entre le processus de notation et celui du montage des produits structurés. Il a ensuite montré que la notation des tranches de CDO était beaucoup plus instable au cours du temps que celle attribuée aux produits de dette traditionnels, soulignant ainsi, d'une part, la nécessité d'analyser attentivement les probabilités de migration des notations des tranches à différents horizons et, d'autre part, l'impératif de mettre à jour chaque année lesdites notations.

Le 4 juillet, le Conseil scientifique de l'AMF a tenu sa deuxième session de l'année 2008. Trois travaux de recherche ont été présentés à cette occasion. Luc Arrondel (CNRS et PSE), spécialiste des questions d'épargne et de patrimoine, a présenté une recherche visant à mieux cerner l'attitude des particuliers en matière d'épargne financière. A partir d'une enquête portant sur un large échantillon

(19) Disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Publications > Guides > Guides professionnels ».

(20) Composition : Michel Aglietta (Paris Ouest Nanterre-la Défense), Michel Albouy (université Grenoble PMF-ESA), Noël Amenc (EDHEC), Patrick Artus (Natixis), Christian de Boissieu (université Paris I), François Champarnaud (Agence des participations de l'Etat) ; Patricia Charley (ESSEC), Jean-Philippe Cotis (INSEE), Olivier Davanne (DPA Invest), Thierry Foucault (HEC), Olivier Garnier (Société Générale Asset Management), Edith Ginglinger (université Paris-Dauphine), Christian Gourieroux (université Paris IX et ENSAE), Carole Gresse (université Paris Dauphine-CEREG), Pierre Jaillet (Banque de France), Ruben Lee (Oxford Finance Group), Jean François Lepetit (Conseil national de la comptabilité), François-Serge Lhabitant (HEC université de Lausanne), Albert Menkveld (Vrije Universiteit Amsterdam), André Orléan (CNRS), Olivier Pastré (université Paris VIII, GP Banque), Jean-Charles Rochet (université de Toulouse-Institut d'économie industrielle), Benn Steil (Council on Foreign Relations), Xavier Vives (IESE Business School)

d'individus et reposant sur de solides soubassements théoriques, il montre notamment que les caractéristiques psychologiques des individus en matière d'aversion au risque ou de préférence pour le présent expliquent environ 10% des inégalités de patrimoine. Albert Menkveld (université d'Amsterdam) a ensuite présenté une étude sur les conséquences du *trading* algorithmique sur la liquidité des marchés d'actions. Il analyse la corrélation entre ces deux phénomènes en prenant le cas des titres du NYSE sur une période allant de 2001 à 2005. D'après ses conclusions, en réduisant le risque de sélection adverse et les coûts de recherche de l'information, le *trading* algorithmique semble permettre aux apporteurs de liquidité de diminuer significativement les fourchettes effectives sur les valeurs à forte capitalisation.

Enfin, Olivier Davanne (DPA Invest) est revenu sur la crise des *subprime* en essayant de tirer des enseignements pour ce qui concerne le risque de liquidité et la manière dont il doit être appréhendé par les institutions financières et les autorités de régulation. Parmi les pistes de réflexion qu'il met en évidence, se trouve la question de l'éventuelle inadéquation des règles gouvernant le fonctionnement des fonds d'investissement ouverts en matière de liquidité, ces derniers se trouvant forcés d'opérer une « transformation » excessive au regard des actifs, parfois illiquides, dans lesquels ils sont investis.

Les diaporamas présentés lors de ces deux séances sont disponibles sur le site internet de l'AMF, rubrique « Présentation > Conseil scientifique > Séances ».

La dernière séance du Conseil scientifique de l'année 2008 s'est déroulée le 14 novembre. Serge Darolles (SGAM) a présenté les résultats d'une recherche portant sur la mesure de la performance et du risque des stratégies de gestion alternative. Partant du constat que les indicateurs traditionnels ne sont pas pertinents pour « capturer » convenablement le profil de risque des *hedge funds*, du fait principalement de la présence de risques extrêmes, il propose une mesure alternative de la performance fondée sur un perfectionnement du *ratio* de Sharpe⁽²¹⁾. Carole Gresse (université Paris Dauphine) a abordé ensuite la question de la performance à court et moyen terme des introductions en bourse. Elle met en évidence, à partir d'un échantillon d'entreprises nouvellement cotées sur Euronext entre 1995 et 2004, une relation positive entre le niveau de sous-évaluation à très court terme des entreprises et la liquidité du titre *post*-introduction. Enfin, Noël Amenc (EDHEC) a présenté les grandes conclusions d'une enquête menée à l'échelle européenne concernant les pratiques des gestionnaires d'actifs en matière de construction et de suivi des portefeuilles. Il montre notamment que les gérants utilisent insuffisamment les indicateurs de performance et de risque les plus performants et élaborés, issus des avancées de la recherche académique.

B – Le colloque du Conseil scientifique

Le 2 octobre 2008 s'est tenue, à Paris, la troisième édition du colloque du Conseil scientifique de l'AMF sur le thème « Produits de financement structuré : quels enjeux pour les marchés et pour les régulateurs ? »⁽²²⁾. Cette thématique concernant à la fois la régulation de marché et la régulation prudentielle et bancaire, le colloque a été organisé en partenariat avec la Banque de France et coprésidé par Michel Prada, président de l'AMF, et Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France.

Le colloque s'est déroulé en deux parties :

- > la première était dédiée aux spécificités des produits de financement structuré et à leur rôle sur les marchés financiers. Adrian Blundell-Wignall (OCDE) et Rama Cont ont tout d'abord évoqué les questions d'allocation du risque, tandis que Jean-Charles Rochet (université de Toulouse) et Amadou N.R. Sy (FMI) se sont concentrés sur les problèmes de notation et de valorisation de ces produits ;

(21) Le *ratio* de Sharpe se calcule comme le supplément de rendement d'un portefeuille d'actifs financiers par rapport au taux sans risque rapporté au risque de ce portefeuille (mesuré par l'écart type de son rendement).

(22) Les diaporamas présentés lors du colloque sont disponibles sur le site internet de l'AMF, rubrique « Présentation > Conseil scientifique > Colloque ».

> la seconde était consacrée aux questions de liquidité, de contagion et de risque de crédit. La problématique de la liquidité a été successivement évoquée par Charles Goodhart (*London School of Economics and Political Science*), Shi Wu (*Imperial College of London*) et Julien Idier (Banque de France). Les principaux enjeux relatifs au risque de crédit ont ensuite été présentés par Richard Cantor (Moody's) et Andrew Sheets (Morgan Stanley).

Le colloque s'est achevé par une table ronde sur les enjeux de l'innovation financière pour les régulateurs, présidée par Michel Prada, au cours de laquelle Judith Gruttman (FED de New York), Sylvie Mathérat (Banque de France) et Michel Aglietta (université de Paris X Nanterre) ont exposé leur point de vue sur les tenants et les aboutissants de la crise financière actuelle. Le discours de clôture a été prononcé par Jean-Paul Redouin, Premier sous-gouverneur de la Banque de France.

3 – Les actions de formation et d'information

La certification des connaissances des professionnels des activités de marché

La réforme du cadre réglementaire des services financiers européens, et notamment la mise en place de la directive MIF, a renforcé la responsabilité des prestataires de services d'investissement (PSI) concernant le respect des principes de protection des intérêts des clients et d'intégrité des marchés. Les PSI doivent, en particulier, employer un personnel disposant des qualifications, des connaissances et de l'expertise requises pour exercer les responsabilités qui leur sont confiées.

C'est dans ce contexte qu'a été confiée à Jean-Pierre Pinatton, membre du Collège de l'AMF, une mission ayant pour objet de développer sur la Place de Paris un dispositif de certification des connaissances réglementaires des professionnels des activités de marché exerçant des fonctions clés au sein des PSI. Après avoir ouvert une consultation publique sur ce sujet, le Collège de l'AMF a décidé de mettre en place un dispositif conduisant les PSI à vérifier de façon plus uniforme que les collaborateurs exerçant ces fonctions clés (négociateur, vendeur, analyste financier, gérant, responsable des fonctions de la compensation et du *post*-marché, RCCI et RCSI) disposent d'un niveau minimal de connaissances. Cette vérification pourra être faite soit de manière interne par les PSI par tout moyen à leur convenance mais selon une procédure formalisée, soit en soumettant le collaborateur à un examen externe certifié, qui les doterait ainsi d'un « passeport » professionnel dans la perspective d'une reconnaissance mutuelle des qualifications avec d'autres juridictions.

L'AMF confiera à une structure appelée Haut conseil certificateur de place, composée de personnalités indépendantes, le soin de lui donner un avis sur les conditions pratiques de la certification des connaissances et des examens.

L'entrée en vigueur de ce dispositif⁽²³⁾, auquel a été associée une clause dite de « grand-père » au bénéfice des professionnels exerçant déjà les fonctions visées, est prévue en juillet 2010.

4 – La coopération avec la Banque de France

Les relations entre la Banque de France et l'Autorité des marchés financiers sont étroites. Un représentant de la Banque de France désigné par le gouverneur siège au Collège de l'AMF et le président de l'AMF est membre du Comité des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (CECEI). La collaboration entre services, en particulier avec la Commission bancaire, est ancienne dans les domaines de l'information financière du secteur bancaire. Elle s'appuie sur des échanges de rapports ou de points de vue, sur des détachements réciproques d'équipes spécialisées ou de collaborateurs. Elle peut également prendre la forme de manifestations organisées de façon commune tel-

(23) Les modifications du livre III du règlement général de l'AMF relatives à ce dispositif ont été homologuées par arrêté du 30 janvier 2009 publié au JO du 6 février 2009.

les que la troisième édition du colloque du Conseil scientifique de l'AMF qui s'est tenu le 2 octobre 2008 sur le thème « Produits de financement structuré : quels enjeux pour les régulateurs? » (cf. *supra*, page 271).

Les échanges d'informations entre les autorités de surveillance se font dans le cadre d'un secret partagé prévu par la loi et s'articulent principalement autour de trois grands domaines :

- > les échanges d'informations ;
- > la coopération locale ;
- > la collaboration sur la mission de contrôle des prestataires de services d'investissement.

En 2008, la coopération entre les deux autorités a fonctionné efficacement, en particulier dans la gestion de la crise. Elles ont en effet travaillé de façon concertée (ainsi qu'avec l'ACAM⁽²⁴⁾ et le CNC⁽²⁵⁾) en menant des initiatives conjointes telles que le contrôle de l'information financière des établissements financiers cotés, le rappel des dispositions applicables en France relatives au délai de règlement-livraison ou les limitations imposées aux ventes à découvert au cours du dernier trimestre 2008.

De plus, les services de l'AMF, du CECEI et de la Commission bancaire se réunissent tous les mois pour examiner l'interprétation de la réglementation qui touche les trois autorités. Parmi les différents sujets traités en 2008, beaucoup concernaient les conséquences de l'entrée en vigueur de la directive MIF comme la classification de différents instruments financiers, l'identification d'un système multilatéral de négociation, l'encadrement des agents liés, l'octroi de passeports pour le libre établissement et le contrôle des succursales. Ces réunions ont également été l'occasion d'échanger sur des dossiers individuels afin de qualifier des activités nouvelles en termes d'exercice de services d'investissement.

Enfin, l'AMF et la Commission bancaire entretiennent des relations régulières dans le cadre de la supervision conjointe des entreprises d'investissement et des établissements de crédit.

A – Les échanges d'informations

Les échanges entre l'AMF et la Banque de France concernent de nombreux domaines de leur activité. Les échanges peuvent être informels (par exemple, l'échange avec la Commission bancaire relatif à la désignation et au renouvellement des commissaires aux comptes des établissements de crédit faisant appel public à l'épargne) ou se matérialiser par des accords (mémoire, conventions, chartes, etc.). C'est ainsi qu'ont été signés successivement par l'AMF :

- > en 1998, une convention entre la Banque de France et la COB relative aux données individuelles extraites de l'état civil des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), convention en cours d'actualisation ;
- > en 2000, un mémorandum fixant les modalités d'utilisation du fichier des dirigeants et actionnaires des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (FIDEC) ;
- > en 2004, une convention relative aux modalités de gestion du fichier des démarcheurs (FIDEM)⁽²⁶⁾ ;
- > en 2005, une charte de coopération entre autorités de supervision pour les groupes financiers transsectoriels ;
- > en 2007, une convention entre le CECEI, la Commission bancaire et l'AMF portant sur des données d'état civil et des données comptables nécessaires à l'AMF pour assurer l'exécution de sa mission de contrôle sur les prestataires de services d'investissement (PSI) et le recouvrement des droits et contributions qui lui sont dus par ces PSI.

(24) ACAM : Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles.

(25) CNC : Conseil national de la comptabilité.

(26) <https://www.demarcheurs-financiers.fr>

B – La coopération avec les directions régionales de la Banque de France

Les directeurs régionaux⁽²⁷⁾ de la Banque de France sont délégués régionaux de l'AMF, en vertu d'une convention signée en 2005. A ce titre, ils participent aux missions de l'AMF, dans le cadre des activités que celle-ci peut leur déléguer en matière :

- > d'information financière – le délégué régional, correspondant de l'AMF pour tout ce qui concerne l'information périodique et permanente des sociétés cotées dans son périmètre d'activité, alerte l'AMF en cas de difficultés rencontrées par les sociétés implantées dans sa région. Il est également systématiquement consulté en cas d'introduction en bourse d'une nouvelle société localisée dans la zone géographique couverte par sa délégation ;
- > de surveillance des activités de démarchage portant sur des instruments financiers, de conseil en investissements financiers et de la commercialisation des produits financiers et des services d'investissement ;
- > de surveillance du marché ;
- > d'information des investisseurs non professionnels. Ainsi, le délégué régional transmet au Service de la médiation de l'Autorité des marchés financiers les questions et réclamations des épargnants. Le cas échéant, il oriente les investisseurs vers l'administration ou l'organisme compétent lorsque la demande ne relève pas de l'AMF.

D'autre part, dans le cadre d'un protocole d'accord avec la Banque de France, l'AMF peut avoir recours aux directions régionales de la Banque de France, pour la réalisation des missions de contrôle. Ce dispositif avait notamment été utilisé, en 2006, pour la conduite de 28 missions portant sur les conditions de commercialisation auprès du public des actions EDF, auprès des établissements appartenant aux principaux groupes bancaires français⁽²⁸⁾.

Plusieurs directions régionales de la Banque de France disposent d'un centre de documentation ouvert au public qui met à disposition, pour consultation sur place, les publications de l'AMF et, souvent, des informations sur les sociétés cotées.

Par ailleurs, le délégué régional, à la demande du président de l'AMF, représente celui-ci dans les manifestations régionales qui intéressent le marché financier.

Chaque année, les délégués régionaux se réunissent à l'AMF. Ce rendez-vous est l'occasion de faire un point sur la coopération entre les deux institutions, d'échanger sur l'année écoulée et de les sensibiliser aux évolutions réglementaires importantes. Au cours de cette journée, les délégués régionaux rencontrent les différents responsables des services et font le point sur leur action. Il s'agit, également, de les informer des principales évolutions survenues pendant l'année et des travaux en cours susceptibles d'avoir un impact sur leurs activités. La journée des délégués régionaux de 2008 a notamment porté sur la crise et les premières étapes de mise en œuvre de la directive MIF.

Enfin, un bulletin de liaison trimestriel a vu le jour en 2008 répondant ainsi au souhait émis par les délégués régionaux de voir leurs liens avec l'AMF plus suivis. Le premier numéro de ce bulletin est paru en septembre 2008. Il synthétise l'actualité de l'AMF à destination des délégations régionales.

C – La collaboration sur la mission de contrôle des prestataires de services d'investissement

L'AMF et la Commission bancaire partagent la responsabilité de la surveillance des prestataires de services d'investissement. Alors que l'AMF s'assure du respect des règles professionnelles liées à la prestation de services d'investissement, la Commission bancaire est chargée de veiller à la sécurité des dépôts du public et plus généralement au bon fonctionnement du système bancaire. Comme l'AMF, la Commission bancaire veille également au respect de la réglementation relative à la lutte contre le blanchiment des capitaux et

(27) Dont la liste est publiée en page 275 du présent rapport.

(28) Cf. Rapport annuel de l'AMF 2006, page 303.

le financement du terrorisme. La Commission signale à l'AMF tout fait susceptible de contrevenir à la réglementation de l'AMF et réciproquement. Elle se coordonne étroitement avec l'AMF ainsi qu'avec les autres autorités financières, notamment le CECEI chargé de délivrer les agréments aux PSI autres que les sociétés de gestion.

L'AMF peut déléguer à la Commission bancaire des missions de contrôle des prestataires habilités. Le plus souvent, l'équipe chargée par le secrétariat général de la Commission bancaire de l'inspection d'un prestataire de services d'investissement mène simultanément des travaux pour le compte des deux autorités ; l'AMF et la Commission bancaire peuvent également constituer une équipe conjointe.

Tableau des délégations régionales

Alsace		
Henri JULLIEN	3, place Broglie – BP 20410 – 67002 Strasbourg Cedex	03 88 52 28 40
Aquitaine		
Bernard TEDESCO	13, rue Esprit des Lois – CS 80001 – 33001 Bordeaux Cedex	05 56 00 14 14
Auvergne		
Catherine BOUCHER	15, cours Sablon – 63058 Clermont Ferrand Cedex 1	04 73 40 69 40
Basse-Normandie		
Maxime MAURY	14, avenue de Verdun – 14051 – Caen Cedex	02 31 38 33 00
Bourgogne		
Gérard AUMAS	2-4, place de la Banque – BP 126 – 21004 Dijon Cedex	03 80 50 41 41
Bretagne		
Alain PINEAU	25, rue de la Visitation – CS 56431 – 35064 Rennes Cedex	02 99 25 12 12
Centre		
Jean-Claude BACH	30, rue de la République – BP 1657– 45006 Orleans Cedex 1	02 38 77 78 78
Champagne-Ardenne		
Alain DEBIASI	1, place de l'Hôtel de Ville – BP 2728– 51057 Reims Cedex	03 26 89 52 52
Corse		
Jean-Pascal PREVET	8, rue Sergent Casalonga – BP 315 – 20177 Ajaccio Cedex 1	04 95 51 72 40
Franche-Comté		
Patrick BERNARD	19, rue de la Préfecture – 25044 Besancon Cedex	03 81 65 21 21
Haute-Normandie		
Patrice LENOBLE		
<i>(Adjoint, en Intérim de M Lasserre)</i>	32, rue Jean Lecanuet – BP 896 – 76005 Rouen Cedex 1	02 35 52 78 78
Ile-de-France		
Guy CASTELNAU	48, boulevard Raspail – BP 8406 – 75261 Paris Cedex 06	01 49 54 27 27
Languedoc-Roussillon		
Bernard RAMETTE	98 ter, avenue de Lodève – 34061 Montpellier Cedex 2	04 67 06 79 79
Limousin		
Pierre du PELOUX DE SAINT-ROMAIN		
<i>(jusqu'en avril 2009)</i>		
Jeannine ROGHE	8, boulevard Carnot – BP 414 – 87012 Limoges Cedex	05 55 11 53 00
<i>(à partir de mai 2009)</i>		
Lorraine		
Jean-Pierre JUBIN	12, avenue Robert Schuman – BP 20450 – 57017 Metz Cedex 1	03 87 39 94 00
Midi-Pyrénées		
Chantal BOUCHER	4, rue Deville – BP 90103 – 31001 Toulouse Cedex 6	05 61 61 35 35
Nord-Pas-De-Calais		
Maurice WONNER	75, rue Royale – BP 587 – 59023 Lille Cedex	03 20 40 47 47
Pays de la Loire		
Gérard LAURENT	14, rue La Fayette – BP 20725 – 44007 Nantes Cedex 1	02 40 12 53 53
Picardie		
Philippe GUISLIN	57, rue de La République – BP 0902 – 80009 Amiens Cedex 1	03 22 82 28 00
Poitou-Charentes		
Elisabeth TANGUY	1, rue Henri Oudin – BP 325 – 86008 Poitiers Cedex	05 49 55 88 00
Provence-Alpes-Côte d'Azur		
Bernard GAMEL	1, place Estrangin Pastré BP 91 – 13254 Marseille Cedex 6	04 91 04 10 10
Rhône-Alpes		
François GAUDICHET	14, rue de la République – 69268 Lyon Cedex 02	04 72 41 25 25

1

2

3

4

5

6

7

8

Présentation des comptes de l'Autorité des marchés financiers pour 2008

1 – Eléments généraux	277
2 – Situation financière	278
3 – Compte de résultat	279
4 – Bilan	282
5 – Annexes aux comptes	284
6 – Présentation des comptes de l'AMF pour 2008	285

1 – Éléments généraux

A – Cadre juridique relatif à la production des comptes de l'AMF

Le cadre juridique régissant la comptabilité de l'Autorité des marchés financiers (AMF) est précisé par les articles R. 621-10 et suivants du code monétaire et financier aux termes desquels :

- > les comptes de l'AMF sont établis selon les règles du plan comptable général ;
- > le compte financier est établi par l'agent comptable et soumis par le secrétaire général au Collège, qui entend l'agent comptable. Il est arrêté par le Collège et communiqué à la Cour des comptes par le secrétaire général.

La tenue des comptes respecte les principes généraux de prudence, de régularité, de sincérité et d'image fidèle de la situation financière de l'établissement, d'indépendance des exercices et de non-compensation.

B – Présentation des comptes

L'article R. 621-15 du code monétaire et financier indique les modalités de présentation des comptes.

C – Faits saillants de l'exercice 2008

Avec l'année 2008, l'AMF clôture son cinquième exercice qui a principalement été caractérisé par les éléments suivants.

- > **Les produits d'exploitation ne couvrent pas les charges d'exploitation.** Le résultat d'exploitation est passé de - 3,30 millions d'euros en 2007 à - 0,61 million d'euros en 2008. Cette amélioration résulte d'une augmentation plus forte des recettes (+ 17,8%) que des dépenses (+ 12,20%) entre 2007 et 2008.
- > **Les contributions sur opérations et informations financières** sont passées de 17,35 millions d'euros en 2007 à 23,38 millions d'euros en 2008 (+ 34,7%). L'augmentation observée provient toutefois exclusivement d'une opération exceptionnelle : la fusion GDF-Suez (7 millions d'euros) et l'introduction en bourse de Suez Environnement (1,25 million d'euros).
- > **Les contributions sur les prestataires et produits d'épargne** ont progressé de 6%.
- > **Les contributions sur infrastructures de marché** ont augmenté de 5%.
- > **Les produits des activités annexes** ont progressé de 1,26 million d'euros (+136,9%). Cette forte variation provient de l'organisation par l'AMF en 2008 de la conférence de l'OICV, au titre de laquelle l'AMF a perçu des subventions d'exploitation pour 0,72 million d'euros ainsi que des recettes provenant des frais inscriptions acquittés par les participants à la manifestation pour 0,63 million d'euros.

L'exercice 2008 a été marqué par :

- > l'organisation de la 33^e Conférence annuelle de l'OICV qui s'est déroulée à Paris du 25 au 29 mai 2008 ;
- > le déploiement des infrastructures du plan de continuité d'activité (PCA) ;
- > le lancement et le déploiement de projets informatiques destinés à améliorer la capacité de supervision de l'AMF et accompagner la mise en œuvre de la démarche de « meilleure régulation ».

Le budget global de l'AMF pour l'année 2008, hormis la constatation des amortissements et de la valeur comptable des éléments d'actif cédés, opérations sans incidence sur la trésorerie, a été arrêté par le Collège, sur proposition du secrétaire général, à un montant de 70,7 millions d'euros. Le taux d'exécution du budget 2008 s'est élevé à 95,7% (67,7 millions d'euros exécutés).

2 – Situation financière

1 > Résultats de l'exercice 2008

Un bénéfice en hausse

Le budget approuvé par le Collège fin 2007 prévoyait un bénéfice de 4,84 millions d'euros. Le résultat comptable, quoique en hausse par rapport à 2007, est légèrement inférieur au budget primitif.

Le résultat comptable de l'exercice clos en 2008 s'élève à 2,14 millions d'euros. Ce résultat est en augmentation de 1,22 million d'euros par rapport au précédent exercice (0,93 million d'euros). Il se décompose ainsi :

- > le résultat d'exploitation a progressé, passant de - 3,3 millions d'euros en 2007 à - 0,61 million d'euros en 2008 ;
- > le résultat exceptionnel a baissé de 1,67 million d'euros, passant de 1,47 million d'euros en 2007 à - 0,20 million d'euros en 2008 ;
- > le résultat financier a progressé de 0,19 million d'euros, passant de 2,76 millions d'euros en 2007 à 2,95 millions d'euros en 2008.

Le résultat comptable de l'exercice provient essentiellement du résultat financier (2,95 millions d'euros), minoré du résultat d'exploitation (- 0,61 million d'euros) et du résultat exceptionnel (- 0,20 million d'euros).

Une capacité d'autofinancement stable

La capacité d'autofinancement (CAF) constituée du résultat comptable, des amortissements et des provisions sur la valeur nette comptable des éléments d'actif cédés est égale à 4,62 millions d'euros.

Un apport au fonds de roulement

Les ressources constituées de la CAF, des cessions d'éléments d'actifs, et des réductions d'immobilisations financières (remboursements de prêts et dépôts), d'un montant total de **5,54 millions d'euros**, sont employées en acquisitions d'immobilisations incorporelles (1,36 million d'euros) et corporelles (0,92 million d'euros), en avances et acomptes versés sur immobilisations incorporelles (1,66 million d'euros) et corporelles (0,40 million d'euros), et en immobilisations financières (0,06 million d'euros) pour un total de **4,22 millions d'euros**.

L'apport au fonds de roulement résultant de la différence entre les ressources et les emplois s'élève à **1,32 million d'euros**.

2 > La structure financière de l'établissement

Un fonds de roulement positif

Le fonds de roulement (FDR) mesure l'excédent des capitaux permanents sur l'actif net immobilisé. Il s'élève à **79,39 millions d'euros** (78,07 millions d'euros pour 2007).

Le besoin en fonds de roulement (BFR)

Le besoin en fonds de roulement (calculé par différence des postes « créances » et « charges constatées d'avance » avec les postes « dettes » et « produits constatés d'avance ») se chiffre à **- 4,32 millions d'euros** (- 1,02 million d'euros en 2007).

Relation entre la trésorerie (T), le FDR et le BFR

L'égalité suivante est respectée : $T = FDR - BFR$ [**83,71 millions d'euros = 79,39 millions d'euros - (- 4,32 millions d'euros)**].

Il ressort de l'analyse de l'équilibre du bilan que l'AMF dispose d'un fonds de roulement positif, et a, de plus, un besoin en fonds de roulement négatif : sa trésorerie est positive. Celle-ci étant placée, l'AMF réalise des produits financiers lui permettant de couvrir ses pertes exceptionnelles et d'exploitation.

3 – Compte de résultat

1 > Les produits d'exploitation

Les produits de l'exercice 2008 s'élèvent à **64,63 millions d'euros**, ils sont en hausse de 17,8% par rapport à 2007.

a) Les produits spécifiques (droits et contributions)

Globalement en hausse de 15,2%, ces produits, d'un montant total de **62,05 millions d'euros**, proviennent :

1 – Pour 23,38 millions d'euros, des droits et contributions dus à l'occasion de l'émission d'instruments financiers, de l'examen des offres publiques d'acquisition et des déclarations de franchissement de seuil. Ce poste a progressé de 34,7%, dont certains comptes, relatifs aux contributions sur titres de capital, très aléatoires d'une année sur l'autre, ont connu les variations suivantes :

- > les programmes de rachat passent de 0,12 million d'euros en 2007 à 5,25 millions d'euros en 2008⁽¹⁾ ;
- > les fusions, apports, scissions passent de 1,61 million d'euros en 2007 à 7,1 millions d'euros en 2008⁽²⁾ ;
- > les introductions sur marché réglementé passent de 0,72 million d'euros en 2007 à 1,27 million d'euros en 2008⁽³⁾ ;
- > les émissions, admissions ou cessions de titres de capital passent de 5,02 millions d'euros en 2007 à 4,56 millions d'euros en 2008.

Les contributions sur offres publiques enregistrent pour leur part une baisse de 67%. Pour les franchissements de seuils, la baisse s'établit à 30%.

2 – Pour 36,44 millions d'euros, des contributions assises sur les prestataires et produits d'épargne qui augmentent de 6%.

3 – Pour 2,23 millions d'euros, de la contribution due par les infrastructures de marché, en hausse de 5%, qui est assise sur le produit d'exploitation de l'année de référence.

La répartition des produits enregistrés en 2008 est la suivante :

- > contributions sur les prestataires et produits d'épargne 58,7%, contre 63,8% en 2007 ;
- > contributions sur opérations financières 37,7%, contre 32,2% en 2007 ;
- > contributions versées par les infrastructures de marché 3,6%, contre 4% en 2007.

b) Les produits des activités annexes

Ces produits, d'un montant de **2,18 millions d'euros**, comprennent :

- > les recettes liées à l'organisation de la Conférence annuelle de l'OICV, dont 0,72 million d'euros de subventions et 0,63 million d'euros de droits d'inscription ;
- > de produits de la vente de publications pour 0,06 million d'euros ;
- > la facturation, pour un montant de 0,07 million d'euros, de la mise à disposition et de l'hébergement par l'AMF, pour le compte du *Committee of European Securities Regulators* (CESR), d'une plateforme d'échanges de fichiers électroniques entre régulateurs membres de ce comité (TREM) ;
- > l'organisation de journées d'étude et de formation pour 0,70 million d'euros.

(1) Le rétablissement de la contribution sur l'exécution des programmes de rachat d'actions par la loi de finances rectificative n° 2006-1771 du 30 décembre 2006 a produit effet en 2008, au titre des opérations effectuées en 2007.

(2) Cette variation est due à l'opération de fusion GDF-Suez (7 millions d'euros)

(3) Du fait de l'introduction sur le marché réglementé de Suez Environnement (1,25 million d'euros).

c) Les reprises sur charges d'exploitation, sur amortissements et provisions

Elles s'élèvent à 0,4 million d'euros et comprennent les reprises sur dépréciations de créances pour 0,05 million d'euros et la reprise de la provision d'exploitation pour 0,35 million d'euros, dont 0,22 million d'euros de reprise de provision pour litige et de 0,13 million d'euros de reprise pour provision des indemnités de fin de carrière (IFC).

2 > Les charges d'exploitation

En hausse de 12,2%, ces charges ont atteint un montant de **65,24 millions d'euros**.

Elles appellent les commentaires suivants.

Les achats de marchandises et achats non stockés de matières et fournitures

D'un montant de **0,98 million d'euros**, soit une augmentation de 16%.

Cette variation est due à deux postes : « les fournitures d'entretien et de petit équipement » et « les publications réalisées à l'extérieur ». La variation de ces postes provient des dépenses hors SSI et a pour origine l'organisation de la Conférence annuelle de l'OICV.

Les autres achats et charges externes

S'élevant à 22,57 millions d'euros, ils enregistrent une augmentation de 11,1% qui affecte principalement deux postes :

> les locations (immobilières et mobilières) et les charges locatives

– en hausse de 16,2% par rapport à 2007, elles s'élèvent à 8,03 millions d'euros. Cette augmentation résulte, pour l'essentiel, du renouvellement du bail en date du 27 juillet 2007 concernant la location des bureaux situés 17, place de la Bourse. En 2008, l'AMF doit supporter pour la première fois une année pleine du tarif du nouveau bail ;

> la documentation, les colloques et les séminaires

– ils enregistrent une hausse de 92,9% par rapport à 2007 résultant notamment de l'organisation par l'AMF de la 33^e Conférence annuelle de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) pour 2,35 millions d'euros.

Les charges de personnel

> Rémunérations du personnel

Elles s'élèvent à 24 millions d'euros en 2008, soit une augmentation de 16,8%, qui s'explique par :
 – une progression des effectifs en équivalent temps plein, passant de 340 en 2007 à 363⁽⁴⁾ en 2008 ;
 – une augmentation générale de 1,2% des salaires intervenue au 01/01/2008 et des augmentations individuelles.

L'ensemble de ces deux premières mesures entraîne une hausse de 2,61 millions d'euros, soit une augmentation de 12,70% ;

– le changement du mode de calcul des charges afférentes aux congés payés. Ce changement a eu un impact sur les comptes de 0,85 million d'euros en 2008, soit une augmentation de 4,10%.

> Charges sociales de prévoyance abondement

Ces charges, qui s'élèvent à 9,71 millions d'euros, augmentent de 13,5%, corrélativement à la tendance constatée sur le poste rémunérations.

> Intéressement des salariés :

Il s'établit à 0,55 million d'euros et enregistre, pour la troisième année consécutive, une baisse (- 49,7% entre 2008 et 2007, - 26,9% entre 2007 et 2006 et - 15,4% entre 2006 et 2005). Ces baisses sont directement liées à une diminution des résultats retracés par les indicateurs de calcul retenus dans les accords d'intéressement conclus en 2007 et à l'accroissement des effectifs. Le ver-

(4) Sans prendre en compte les personnels mis à la disposition de l'AMF par la Banque de France.

sement effectué est un supplément d'intéressement exceptionnel au titre de l'année 2007 ; en effet, il n'y a pas eu d'intéressement au titre de l'année 2008.

> Impôts, taxes et versements assimilés

Ces impôts, qui atteignent un montant de 4,75 millions d'euros (+ 28,8%) soit une augmentation de 1,06 million d'euros, correspondent en majorité à des taxes assises sur les rémunérations (86%) :

- taxes sur les salaires, 2,78 millions d'euros (+ 18%) ;
- versement de transport, 0,58 million d'euros (+ 15,8%) ;
- cotisation au fonds national d'aide au logement 0,1 million d'euros (+ 6,3%) ;
- réimputation du compte « participation des employeurs à la formation professionnelle continue » de la section « divers » à la section « impôts, taxes et versements assimilés ». Cette décision a pour effet de porter ce compte à 0,74 million d'euros (+ 0,59 million d'euros).

Le solde est constitué par les autres taxes diverses comme les impôts locaux (taxe d'habitation).

Les dotations aux amortissements et aux provisions

> Dotations aux amortissements

Le montant total de la dotation aux amortissements a représenté 2,44 millions d'euros (immobilisations incorporelles pour 1,13 million d'euros et 1,31 million d'euros pour les immobilisations corporelles).

> Dotations aux provisions

Une dotation de 0,20 million d'euros a été passée pour couvrir le risque lié aux indemnités de fin de carrière courues au cours de l'exercice 2008, en raison de l'augmentation des effectifs.

Une dotation de 0,03 million d'euros a été comptabilisée pour faire face au risque avéré de non-paiement de certaines des créances de l'AMF.

3 > Les produits financiers

En hausse de 7,1%, ils se sont élevés à 2,95 millions d'euros et sont constitués des produits sur cessions de valeurs mobilières de placement (OPCVM). Leur progression est liée à l'augmentation des volumes placés. Au 31 décembre 2008, la trésorerie placée s'élève à 83,12 millions d'euros. Le rendement moyen de la trésorerie placée sur l'année 2008 a été de 3,53%.

4 > Les produits exceptionnels

Ce poste s'élève à 0,75 million d'euros au lieu de 2,45 millions d'euros en 2007, soit une baisse de 69,2%. Les produits enregistrés en 2008 concernent :

- > la reprise de charges à payer inemployées devenues sans objet pour 0,48 million d'euros ;
- > les produits sur exercices antérieurs pour 0,21 million d'euros ;
- > les jugements et arrêts rendus au bénéfice de l'AMF pour 0,05 million d'euros.

5 > Les charges exceptionnelles

Le total de ces charges, en baisse de 2,6% et d'un montant de 0,96 million d'euros, comprend :

- > les subventions accordées pour 0,33 million d'euros comptabilisées antérieurement en charges d'exploitation ;
- > les annulations de titres de recette sur exercices antérieurs à 2008 qui s'élèvent à 0,35 million d'euros et correspondent, pour l'essentiel, à des annulations de titres ;
- > les créances devenues irrécouvrables pour 0,06 million d'euros ;
- > la valeur nette comptable des immobilisations incorporelles cédées qui s'élève à 0,19 million d'euros et à 0,03 million d'euros pour les immobilisations corporelles.

4 – Bilan

Actif

Immobilisations incorporelles : 3,98 millions d'euros

L'augmentation de 63,3% du montant de ces immobilisations résulte des investissements informatiques définitifs de l'exercice 2008 qui s'élèvent à 1,35 million d'euros, alors même que le montant cumulé des investissements réalisés sur les trois derniers exercices s'élevait à 1,60 million d'euros. Le solde des avances et acomptes versés sur immobilisations incorporelles s'élève à 1,71 million d'euros et traduit le nombre important des projets informatiques en cours de développement.

Immobilisations corporelles : 5,61 millions d'euros

D'un montant de 0,92 million d'euro, les acquisitions d'immobilisations corporelles concernent pour l'essentiel les équipements informatiques (68%) et le mobilier (16%). Le montant des immobilisations corporelles sorties du bilan s'élève à 1,29 million d'euros pour une valeur nette comptable de 0,02 million d'euros.

Le solde des avances et acomptes versés sur immobilisations corporelles s'établit à 0,63 million d'euros.

Immobilisations financières : 0,07 million d'euros

Le solde de ce poste retrace les prêts au personnel pour 0,04 million d'euros et les dépôts et cautions versés pour 0,03 million d'euros.

Créances d'exploitation : 3,23 millions d'euros

Le poste « clients et comptes rattachés » enregistre une baisse de 59,3%. Il convient, à cet égard, de saluer les efforts entrepris par l'agent comptable pour améliorer le recouvrement des créances. Le poste « clients » se décompose comme suit :

- > 1,22 million d'euros de titres de recettes pris en charge dans les écritures de l'agent comptable dans le courant du mois de décembre 2008 et qui, de ce fait, n'ont pu être encaissés avant la clôture de l'exercice ;
- > 1,5 million d'euros de titres de recettes pris en charge en 2008, non soldés ;
- > 0,99 million d'euros de titres de recettes antérieurs à 2008, non soldés ;
- > 0,12 million d'euros de produits à recevoir (produits non encore facturés).

Créances diverses : 0,04 million d'euros

Valeurs mobilières de placement : 83,12 millions d'euros

Les placements financiers sont investis sur les produits financiers de 1^{re} catégorie.

Disponibilités : 0,60 million d'euros

Ce poste regroupe les chèques bancaires remis à l'encaissement, les soldes des comptes bancaires et la caisse.

Charges constatées d'avance : 1,97 million d'euros

Le montant des charges constatées d'avance correspond pour 83,5% aux loyers du 1^{er} trimestre 2009 payés à terme à échoir.

Passif

Réserves

Après affectation du résultat 2008, les réserves s'établissent à **86,52 millions d'euros**, enregistrant une hausse de 0,9% par rapport à l'exercice 2007.

- > Réserves avant affectation : 85 778 180,28 euros.
- > Report à nouveau débiteur, impact des IFC : - 1 397 669,62 euros.
- > Résultat net comptable : 2 141 831,52 euros.
- > Réserves après affectation : 86 522 342,18 euros.

Provisions : 2,53 millions d'euros

> Pour charges

L'augmentation de ces provisions résulte du changement de la méthode comptable pour le calcul de la provision des indemnités de fin de carrière. Ce changement induit une variation de 2,29 millions d'euros.

> Pour risques

Ce poste retrace les provisions constituées dans le cadre de litiges qui opposent l'AMF à quelques fournisseurs, pour 0,24 million d'euros.

Dettes d'exploitation : 7,09 millions d'euros

- > Dettes fournisseurs et comptes rattachés : ce poste, qui est en régression de 10,1%, correspond aux factures des fournisseurs non parvenues à l'AMF à la date de clôture de l'exercice pour un montant total de 2,97 millions d'euros (3,31 millions d'euros en 2007).
- > Dettes fiscales et sociales : ce poste, d'un montant de 4,12 millions d'euros, est en baisse de 24,1% (5,43 millions d'euros en 2007). Il comprend :
 - la dette provisionnée pour congés à payer, y compris les charges afférentes (3,54 millions d'euros) ;
 - les sommes dues au titre de « l'effort construction » (0,09 million d'euros) et des « impôts divers, taxes et versements assimilés » (0,46 million d'euros).

Dettes sur immobilisations : 2,17 million d'euros

Elles correspondent, pour 1,81 million d'euros, à des factures d'immobilisations non parvenues à la date de clôture de l'exercice.

Autres dettes : 0,29 million d'euros

Ce poste comprend, pour l'essentiel, les excédents de versement pour 0,12 million d'euros et les comptes d'attente pour 0,17 million d'euros.

5 – Annexes aux comptes

Note n° 1

Les durées d'amortissement pratiquées selon le mode linéaire sont les suivantes :

- > matériel informatique :
 - 3 ans pour le petit matériel,
 - 3 ans pour le matériel micro-informatique de réseau et les miniserveurs,
 - 5 ans pour les gros systèmes ;
- > brevets, licences et logiciels : 5 ans ;
- > installation technique : 8 ans ;
- > matériel de bureau et de transport : 5 ans ;
- > agencements, aménagements et mobilier de bureau : 8 ans.

Note n° 2

Les valeurs mobilières de placement sont valorisées au prix du marché à la clôture de l'exercice 2008.

Note n° 3

En application de l'article 55 du décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003, l'AMF a mis en place un accord d'intéressement des personnels, fondé sur un système de mesure de l'activité de ses trois principaux domaines d'intervention (information et opérations financières, contrôles et enquêtes, prestataires de services d'investissement et produits d'épargne). Le montant de l'intéressement varie en fonction de ces indicateurs, dans la limite de 10% de la masse salariale.

Note n° 4

Le principe comptable d'indépendance des exercices conduit à rattacher à un exercice déterminé tous les produits et charges le concernant directement.

Au sein du bilan, le poste « charges constatées d'avance » retrace le montant des loyers du premier trimestre 2009 (paiement terme à échoir).

Note n° 5

Les engagements de paiements futurs concernent :

- > les baux immobiliers pour 31,4 millions d'euros relatifs aux deux immeubles occupés par l'AMF et situés l'un 17, place de la Bourse et l'autre 4-6, place de la Bourse ;
- > l'assurance chômage – l'AMF, en qualité d'autorité publique indépendante, ne cotise pas aux Assedic et indemnise directement les salariés privés d'emploi. Le montant de ces indemnisations pour l'année 2008 s'est élevé à 0,16 million d'euros.

Note n° 6

En 2008, l'AMF a décidé de passer à la méthode préférentielle en matière de comptabilisation des engagements de retraite et avantages similaires, méthode qui consiste à provisionner la totalité desdits engagements. Ces derniers n'étaient provisionnés que partiellement jusqu'à présent.

Conformément au PCG et à l'avis n° 2000-A du 06/07/2000 du Comité d'urgence du CNC, la comptabilisation de cette provision constitue un changement de méthode dont l'impact, calculé au 1^{er} janvier 2008 (ouverture de l'exercice du changement de méthode), a été imputé en capitaux propres pour l'essentiel.

La conséquence de l'application de cette méthode est de constater une baisse de 1,4 million d'euros des capitaux propres.

6 – Présentation des comptes de l'AMF pour 2008

Les charges de personnel

- > rémunérations et charges sociales, intéressement ;
- > impôts et taxes sur rémunérations ;
- > coût du personnel Banque de France détaché à l'AMF.

Les autres charges

- > documentation, flux financiers, honoraires, assurances ;
- > frais de missions et réceptions, frais postaux, formation ;
- > autres impôts, subventions, colloques et séminaires ;
- > charges financières et exceptionnelles.

Les charges des immeubles

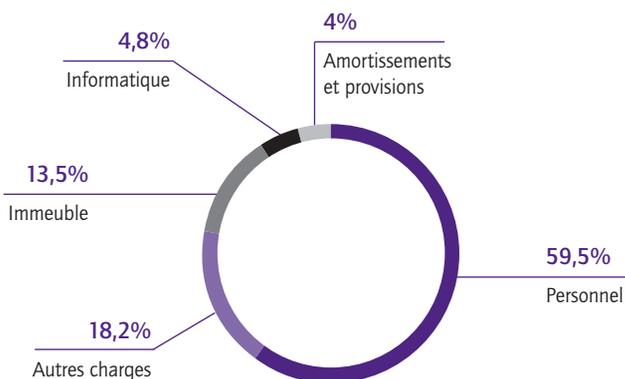
- > loyers et charges locatives, fluides (eau, gaz et électricité) ;
- > maintenance, accueil et sûreté des immeubles.

Les charges d'informatique

- > locations, maintenance des matériels et logiciels informatiques ;
- > consommables informatiques, maintenance évolutive.

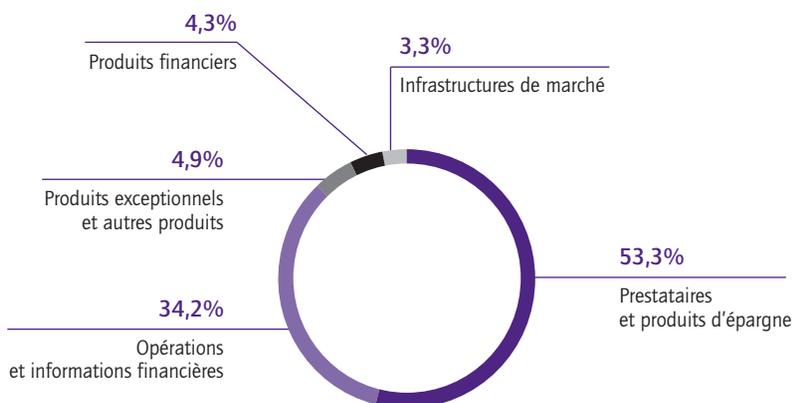
Répartition des charges par nature

Nature des charges	Montant (en euros)	%
Personnel	39 422 362	59,5%
Autres charges	12 033 027	18,2%
Immeuble	8 917 715	13,5%
Informatique	3 156 527	4,8%
Amortissements et provisions	2 668 861	4,0%
Total	66 198 492	100,0%



Répartition des produits par nature

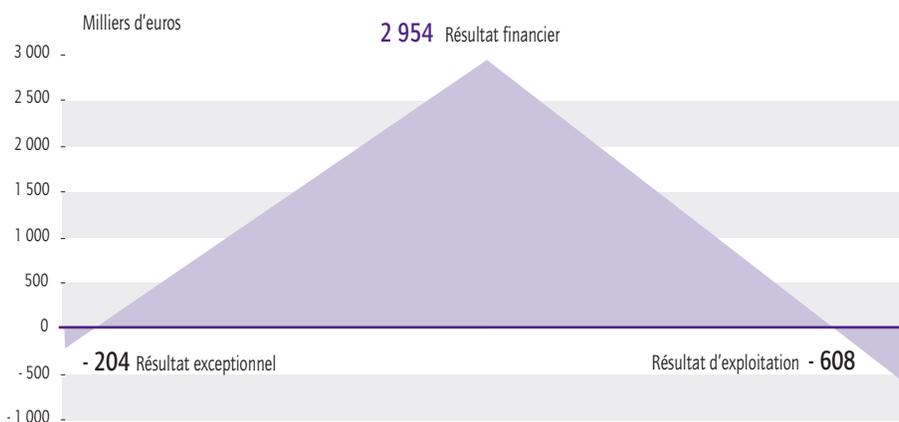
Nature des produits	Montant (en euros)	%
Prestataires et produits d'épargne	36 439 359	53,3%
Opérations et informations financières	23 378 645	34,2%
Produits exceptionnels et autres produits	3 334 592	4,9%
Produits financiers	2 953 910	4,3%
Infrastructures de marchés	2 233 818	3,3%
Total	68 340 324	100,0%



Source : AMF

Répartition du résultat de l'exercice

	Montant (en euros)
Résultat d'exploitation	- 608 136
Résultat financier	2 953 846
Résultat exceptionnel	- 203 878
Résultat comptable	2 141 832



Source : AMF

Bilan de l'AMF au 31 décembre 2008

Actif

	Exercice 2008			Exercice 2007
	BRUT	Amortissements Provisions	NET	NET
ACTIF IMMOBILISE				
Immobilisations incorporelles	10 861 716,56	6 879 692,47	3 982 024,09	2 438 072,83
Brevets, licences, logiciels	9 147 896,70	6 879 692,47	2 268 204,23	2 050 986,21
Avances et acomptes	1 713 819,86	-	1 713 819,86	387 086,62
Immobilisations corporelles	14 931 366,30	9 321 762,53	5 609 603,77	5 674 387,96
Installations techniques, matériel et outillage industriels	424 360,42	291 034,42	133 326,00	81 058,83
Autres	13 872 650,61	9 030 728,11	4 841 922,50	5 305 091,47
Avances et acomptes	634 355,27	-	634 355,27	288 237,66
Immobilisations financières	70 567,96	-	70 567,96	63 096,96
Prêts	43 309,00	-	43 309,00	30 593,00
Autres	27 258,96	-	27 258,96	32 503,96
Total 1	25 863 650,82	16 201 455,00	9 662 195,82	8 175 557,75
ACTIF CIRCULANT				
Créances d'exploitation				
Créances clients et comptes rattachés	3 477 057,08	247 344,79	3 229 712,29	7 940 029,38
Autres	43 916,54	-	43 916,54	137 723,53
Valeurs mobilières de placement (note n° 2)				
Autres titres	83 120 113,17	-	83 120 113,17	78 253 674,62
Disponibilités	596 217,67	-	596 217,67	836 102,25
Total 2	87 237 304,46	247 344,79	86 989 959,67	87 167 529,78
Charges constatées d'avance				
Total 3 (note n° 4)	1 966 832,22	-	1 966 832,22	1 611 577,33
Total général (1 + 2 + 3)	115 067 787,50	16 448 799,79	98 618 987,71	96 954 664,86

Passif

	Exercice 2008 Avant affectation	Exercice 2007 Avant affectation
CAPITAUX PROPRES		
Réserves (note n° 6)	84 380 510,66	84 852 815,62
Résultat de l'exercice	2 141 831,52	925 364,66
Total 1	86 522 342,18	85 778 180,28
PROVISIONS		
Provisions pour risques	246 143,06	466 730,19
Provisions pour charges (note n° 6)	2 286 205,00	-
Total 2	2 532 348,06	466 730,19
DETTES		
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	2 972 780,41	3 305 735,41
Dettes fiscales et sociales	4 124 263,21	5 431 980,93
Dettes sur immobilisations et comptes rattachés	2 174 800,08	1 307 458,01
Autres dettes	292 453,77	664 580,04
Total 3	9 564 297,47	10 709 754,39
Total général (1 + 2 + 3)	98 618 987,71	96 954 664,86

Compte de résultat de l'AMF

	Exercice 2008	Exercice 2007
Produits d'exploitation		
Produits spécifiques (contributions)	62 051 822,40	53 857 315,50
Contributions sur opérations et information financières	23 378 645,00	17 352 256,00
Contributions sur les prestataires et les produits d'épargne	36 439 359,40	34 378 622,50
Contributions sur infrastructures de marché	2 233 818,00	2 126 437,00
Produits des activités annexes (journées d'études et colloques, bases de données, travaux, ventes de publications, subventions et inscriptions OICV...)	2 178 633,44	919 551,15
Reprise sur amortissements et provisions	402 032,79	94 939,01
Total I	64 632 488,63	54 871 805,66
Charges d'exploitation		
Achats de marchandises (publications)	222 098,23	173 693,26
Achats non stockés de matières et fournitures	760 358,95	673 876,90
Autres charges externes, dont :	22 567 573,86	20 312 873,84
> locations (immobilières et mobilières), charges locatives	8 035 309,23	6 917 610,62
> entretien et de réparations, maintenance des logiciels	2 434 826,10	2 735 586,13
> documentation, colloques et séminaires	4 298 888,72	2 228 974,83
> rémunération d'intermédiaires, honoraires et personnel extérieur à l'entreprise	3 222 534,23	3 026 206,65
> divers (assurances, missions et réceptions, frais postaux et de télécommunications, divers...)	4 576 015,58	5 404 495,61
Impôts, taxes et versements assimilés	4 752 923,94	3 689 685,14
Rémunérations du personnel	24 002 796,54	20 546 136,62
Charges sociales, de prévoyance, abondements et divers	9 716 011,66	8 558 305,73
Intéressement des salariés (note n° 3)	550 000,00	1 085 490,04
Dotations aux amortissements et aux provisions (note n° 1)	2 668 861,58	3 130 370,77
Total II	65 240 624,76	58 170 432,30
1 – RESULTAT D'EXPLOITATION (I - II)	- 608 136,13	- 3 298 626,64

Produits financiers (III)	2 953 910,07	2 757 205,36
Revenus des valeurs mobilières de placement	0,00	218 290,02
Produit net sur cessions de valeurs mobilières de placement, gains de change	2 953 910,07	2 538 915,34
Charges financières (IV)	64,08	12,75
2 – RESULTAT FINANCIER (III - IV)	2 953 845,99	2 757 192,61
3 – RESULTAT COURANT (I - II + III - IV)	2 345 709,86	- 541 434,03
Produits exceptionnels (V)	753 925,15	2 450 399,35
Sur opérations de gestion	740 253,04	2 446 399,35
Sur opérations en capital	13 672,11	4 000,00
Charges exceptionnelles (VI)	957 803,49	983 600,66
Sur opérations de gestion	734 310,63	306 442,23
Sur opération en capital	223 492,86	199 955,21
Dotations aux amortissements et aux provisions	0,00	477 203,22
4 – RESULTAT EXCEPTIONNEL (V - VI)	- 203 878,34	1 466 798,69
Total des produits (I + III + V)	68 340 323,85	60 079 410,37
Total des charges (II + IV + VI)	66 198 492,33	59 154 045,71
Déficit (-) ou excédent	2 141 831,52	925 364,66

ANNEXE 1

La coopération internationale

A – Accord de reconnaissance AMF-CFTC	1
B – Liste des marchés reconnus	2
C – Liste des marchés réglementés des pays membres de l’Espace économique européen	5
D – Liste des accords et conventions signés par l’AMF avec ses homologues étrangers	10
E – Protocole d’accord multilatéral	13

En dépit de plusieurs relectures minutieuses et attentives, les annexes du rapport annuel peuvent encore comporter des erreurs dans les chiffres, les pourcentages, les dates ou les noms cités. Dans le cas d'éventuelles discordances avec les décisions prises par l'AMF, seules ces décisions font loi.



La continuité des engagements internationaux de la COB est prévue par les dispositions transitoires de la loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1^{er} août 2003. Ceux-ci sont donc pleinement repris par l'AMF.

A – Accord de reconnaissance AMF-CFTC

Cet accord de reconnaissance porte sur les contrats à terme et d'options sur contrats à terme français commercialisables aux Etats-Unis.

Contrat d'option sur contrat à terme ferme

Cac 40 index futures contract

Dow Jones Stoxx 50 index futures contract

Dow Jones Euro Stoxx 50 index futures contract

MATIF options et contrats à terme sur matières premières

Contrat à terme sur le maïs, option sur le contrat à terme sur le maïs

Contrat à terme sur le colza, option sur le contrat à terme sur le colza

Contrat à terme sur l'huile de colza, option sur le contrat à terme sur l'huile de colza

Contrat à terme sur le blé de meunerie, option sur le contrat à terme sur blé de meunerie

Note : la présente liste de contrats est également disponible sur le site de la CFTC (<http://www.cftc.gov/dea/deadcioforeignfuturesandoptions.htm>). Elle ne mentionne individuellement que les contrats ayant fait l'objet d'une autorisation spécifique. Elle ne reprend pas l'ensemble des contrats pouvant bénéficier d'une commercialisation aux Etats-Unis sans autorisation préalable (ex. : options et contrats à terme sur matières premières du MATIF). Par ailleurs, sont également commercialisables aux Etats-Unis, mais sous la supervision de la Securities and Exchange Commission (SEC), les options sur indice CAC 40.

1

2

3

4



B – Liste des marchés reconnus

NB : cette liste est fixée par arrêté du ministre chargé de l'Economie, en application des articles L. 422-1 et L. 423-1 du code monétaire et financier (hors marchés réglementés). Les caractéristiques des marchés financiers reconnus sont précisées par les articles D. 423-1 à D. 423-4 (partie réglementaire) du code monétaire et financier.

Marché	Date de reconnaissance	Année de création	Principaux biens échangés	Remarques
Canada, Québec				
– Bourse de Montréal Inc.	31/01/2006	1874	Produits dérivés sur action, indice et taux d'intérêt	www.m-x.ca
Etats-Unis⁽¹⁾				
– Amex Commodities Corporation, New York (ACC)	20/09/1991	1985	Tous les contrats négociés sur ce marché sont dormants. L'ACC n'est pas opérationnel actuellement.	www.amex.com
– Cantor Financial Futures Exchange (CX)	11/10/1999	1998	Bons du Trésor américain	Le CX est une <i>joint venture</i> du NYBOT et du Cantor Fitzgerald & Co. Il dispose de sa propre plate-forme électronique de négociation. Pas d'activité de négociation depuis 2001. www.cantor.com
– Chicago Board of Trade, Chicago (CBOT)	20/09/1991	1848	Céréales, bons du Trésor américain, produits de taux et indices de marchés	Le CBOT était à l'origine un marché de marchandises. La négociation de produits dérivés y a débuté en 1865 et concernait les biens agricoles. Dissous en juillet 2003. www.cbot.com
– Chicago Mercantile Exchange, Chicago (CME)	20/09/1991	1919	Bétail, produits frais, indices de marché, produits de taux, devises	Le CME a été créé sous le nom de Chicago Butter and Egg Board, en 1898. Devenu le CME en 1919, il permet la négociation de contrats d'options sur différents produits agricoles. www.cme.com
– Groupe CME CBOT	20/09/1991	2006		La fusion des deux a créé le premier marché dérivé mondial.
– Mid America Commodity Exchange, Chicago (MIDAM)	20/09/1991	1868	Soja, blé, et maïs	Filiale du CBOT, le MIDAM permettait la négociation des mêmes contrats mais sur de moindres quantités. Il a formellement cessé d'exister en janvier 2004. Son activité avait cessé dès avril 2003.
– Kansas City Board of Trade, Kansas City (KCBT)	20/09/1991	1856	Blé, gaz naturel, et indices de marchés	Le KCBT a été créé par les commerçants de Kansas City afin de faciliter le commerce des céréales. Le commerce des contrats à terme sur les céréales y a débuté en 1876. www.kcbt.com
– Minneapolis Grain Exchange, Minneapolis (MGE)	20/09/1991	1881	Céréales	Le MGE a été créé en 1881 par la chambre de commerce de Minneapolis afin de promouvoir le commerce des céréales et de favoriser la transparence des échanges. www.mgex.com

(1) Ces marchés figurent également dans l'annexe B de l'accord de reconnaissance mutuelle signé le 6 juin 1990 entre la COB et la *Commodity Futures Trading Commission* des Etats-Unis.



Liste des marchés reconnus (*suite*)

Marché	Date de reconnaissance	Année de création	Principaux biens échangés	Remarques
New York Board of Trade (NYBOT)				
- Coffee, Sugar and Cocoa Exchange Inc., New York (CSCE)	20/09/1991	1882	Sucre, café et cacao	En 1998, le CSCE et le NYCE (qui est propriétaire du Citrus Associates, du Finex et du NYFE) ont fusionné pour donner naissance au NYBOT. www.nybot.com
- New York Cotton Exchange, New York (NYCE)	20/09/1991	1870	Coton	
- New York Futures Exchange, New York (NYFE)	20/09/1991	1979	Devises et indices de marché	
NYMEX-COMEX				
- New York Mercantile Exchange, New York (NYMEX)	20/09/1991	1956	Produits d'énergie	Le NYMEX a été fondé en 1872 sous le nom de Butter and Cheese Exchange of New York. Le COMEX a été créé en 1933 à la suite de la fusion du Rubber Exchange of New York, du National Raw Silk Exchange, et du New York Hide Exchange. Depuis 1994, le COMEX est devenu une filiale du NYMEX. www.nymex.com
- Commodity Exchange Inc., New York (COMEX)	20/09/1991	1933	Métaux	
- Twin Cities Board of Trade, Minneapolis (TCBT)	20/09/1991	1991	Le TCBT n'est pas actuellement opérationnel. Le seul contrat autorisé a été celui du <i>cross rate futur</i> livre britannique/Deutsche Mark, dont la négociation n'a jamais eu lieu. www.tcbt.com	
- Philadelphia Board of Trade Inc., Philadelphia (PBOT)	20/09/1991	1986	Devises	Le PBOT est une filiale du Philadelphia Stock Exchange. Aucune transaction n'a eu lieu sur ce marché depuis fin 1999. www.phlx.com
- US Futures Exchange LLC	12/07/2004	2004	Produits du Trésor américain	USFE est un marché de contrats à terme basé à Chicago et accessible depuis un certain nombre de points d'accès dans le monde. Il permet la négociation de produits du Trésor américain, mais devrait étendre prochainement son activité aux produits dérivés. www.usfe.com

1

2

3

4



Liste des marchés reconnus *(suite)*

Marché	Date de reconnaissance	Année de création	Principaux biens échangés	Remarques
Royaume-Uni				
- International Petroleum Exchange (IPE)	20/01/2000	1980	Dérivés sur le marché de l'énergie et des hydrocarbures	L'IPE est un marché de produits dérivés d'énergie. www.theipe.com
- UK Power Exchange (UKPX)	10/10/2001	2000	Dérivés sur le marché de l'électricité	Créé en mai 2000, l'UKPX est un marché portant sur la livraison d'électricité sur le réseau couvrant l'Angleterre et le Pays de Galles. Le groupe comporte cinq marchés, également aux Pays-Bas et en Belgique. www.apxgroup.com
- PULPEX	10/10/2001		Dérivés sur la pâte à papier	Le PULPEX est un marché à terme offrant à la négociation des contrats à terme et d'options sur la pâte à papier. www.omgroup.com
Singapour				
- Singapore Exchange Derivatives Trading Ltd (SGX-DT)	11/04/2000	1999	Valeurs mobilières et produits dérivés	Le SGX-DT a été créé en 1999, à la suite de la fusion du Stock Exchange of Singapore (SES) et du Singapore International Monetary Exchange (SIMEX). www.ses.com.sg
Suisse				
- Bourse suisse	02/04/1999		Valeurs mobilières et produits dérivés	www.swx.com
- Eurex Zurich AG	25/11/1999	1998	Produits dérivés	Né de la fusion de la SOFFEX (Swiss Options and Financial Futures Exchange) et de la DTB (Deutsche Terminbörse). www.eurexexchange.com



C – Liste des marchés réglementés des pays membres de l'Espace économique européen

NB : l'article 47 de la directive européenne MIF concernant les marchés d'instruments financiers autorise chaque Etat membre à conférer le statut de « marché réglementé » aux marchés établis sur son territoire qui se conforment à sa réglementation nationale. L'article 4, paragraphe 1, point 14, de la directive 2004/39/CE définit le « marché réglementé » comme un système multilatéral, exploité et/ou géré par un opérateur de marché, qui assure ou facilite la rencontre – en son sein même et selon ses règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agréé et fonctionne régulièrement conformément aux dispositions du titre III de la directive.

Pays	Dénomination du marché réglementé	Entité en charge de la gestion	Autorité compétente pour la reconnaissance et la surveillance du marché
Allemagne			Börsenaufsichtsbehörden der Länder (Autorités de surveillance boursière des Länder) & Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin (Agence fédérale de surveillance des services financiers). Les Autorités de surveillance boursière des Länder sont les suivantes :
	1. Börse Berlin-Bremen (Amtlicher Handel, Regulierter Markt)	1. Berliner Börse AG	1. Senatsverwaltung für Wirtschaft und Technologie, Berlin
	2. Düsseldorfer Börse (Regulierter Markt)	2. Börse Düsseldorf AG	2. Finanzministerium des Landes Nordrhein-Westfalen, Düsseldorf
	3. Frankfurter Wertpapierbörse (Regulierter Markt)	3. Deutsche Börse AG	3-4. Hessisches Ministerium für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung, Wiesbaden
	4. EUREX Deutschland	4. EUREX Frankfurt AG	
	5. Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg (Amtlicher Markt, Regulierter Markt, Startup market)	5. BÖAG (Börsen AG)	5. Freie und Hansestadt Hamburg, Behörde für Wirtschaft und Arbeit
	6. Niedersächsische Börse zu Hannover (Regulierter Markt)	6. BÖAG (Börsen AG)	6. Niedersächsisches Ministerium für Wirtschaft, Technologie und Verkehr, Hanover
	7. Börse München (Regulierter Markt)	7. Bayerische Börse AG	7. Bayerisches Staatsministerium für Wirtschaft, Infrastruktur, Verkehr und Technologie, München
	8. Baden-Württembergische Wertpapierbörse (Regulierter Markt)	8. Börse-Stuttgart AG	8. Wirtschaftsministerium Baden-Württemberg, Stuttgart
	9. Risk Management Exchange Hannover (Regulierter Markt)	9. RMX Hannover	9. Niedersächsisches Ministerium für Wirtschaft, Arbeit und Verkehr, Hannover
	10. European Energy Exchange	10. European Energy Exchange AG, Leipzig	10. Sächsisches Staatsministerium für Wirtschaft und Arbeit, Dresden
Autriche	1. Amtlicher Handel (marché officiel) 2. Geregelter Freiverkehr (deuxième marché)	Wiener Börse AG (1-2)	Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA Autorité de surveillance des marchés financiers)
Belgique	1. Bourse de valeurs mobilières de Bruxelles (Euronext Brussels) : – marché « Eurolist Brussels » – marché des instruments dérivés 2. Marché réglementé hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie	1. Euronext Brussel SA 2. Fonds des rentes	1. Ministre des Finances sur avis de la Commission bancaire, financière et des assurances (CBFA) 2. Législateur (Art. 144, §2 de la loi du 02.08.2002) ; Autorité de marché = Comité du fonds des rentes, pour compte de la CBFA
Bulgarie	1. Marché réglementé 2. Marché non réglementé	Bourse bulgare (Sofia JSCo)	Commission de surveillance financière
Chypre	Bourse de Chypre	Bourse de Chypre	Commission de surveillance financière de Chypre



Liste des marchés réglementés (suite)

Pays	Dénomination du marché réglementé	Entité en charge de la gestion	Autorité compétente pour la reconnaissance et la surveillance du marché
Danemark	1. Københavns Fondsbørs (Bourse de Copenhague) – Marché des actions – Marché des obligations – Marchés des instruments dérivés	1. Copenhagen Stock Exchange Ltd.	Finanstilsynet (Autorité danoise de surveillance financière)
	2. Dansk Autoriseret Markedsplads A/S (Danish Authorised Market Place Ltd. [DAMP]) (marché autorisé = opérations sur valeurs mobilières admises à la négociation, mais pas à la cote)	2. Danish Authorised Market Place Ltd. (DAMP)	
Espagne	A. Bolsas de Valores (toutes ces Bourses comprennent un premier marché, un second marché et un nouveau marché)		Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)
	1. Bolsa de Valores de Barcelona	A1. Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona SA	
	2. Bolsa de Valores de Bilbao	A2. Soc. Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao SA	
	3. Bolsa de Valores de Madrid	A3. Soc. Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid SA	
	4. Bolsa de Valores de Valencia	A4. Soc. Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia. SA	
	B. Mercados Oficiales de Productos Financieros Derivados		
	1. MEFF Renta Fija	B1. Soc. Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija SA	
	2. MEFF Renta Variable	B2. Soc. Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable SA	
	C. Mercado MFAO de Futuros del Aceite de Oliva	C. (MFAO) Soc. Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva, SA	
	D. AIAF Mercado de Renta Fija	D. AIAF Mercado de Renta Fija	
E. Mercado de Deuda Pública en Anotaciones	E. Banco de España	Bancó de España chargée du marché de la dette publique.	
Estonie	1. Väärtpaberibörs (Bourse) – Põhinimekiri (premier marché) – Investorinimekiri (marché des investisseurs) – Völakirjade nimekiri (marché des obligations) – Fondiosakute nimekiri (marché des parts de fonds de placement)	AS Tallinna Börs (Bourse de Tallinn SA)	Finantsinspektsioon (Autorité estonienne de surveillance financière)
	2. Reguleeritud turg (marché réglementé) – Vabaturg (marché libre)	OMX Nordic Exchange Helsinki Oy (MOX Nordic Exchange Helsinki Ltd)	Désignation : ministère des Finances Surveillance : – approbation des règles : ministère des Finances ; – contrôle de leur application: Rahoitustarkastus (Autorité finlandaise de surveillance financière)
Finlande	Arvopaperipörssi (Bourse) – Pössiilista (marché officiel) – Pre-lista ja Muut arvopaperit-lista (pré-marché et autres marchés de valeurs mobilières)		



Liste des marchés réglementés *(suite)*

Pays	Dénomination du marché réglementé	Entité en charge de la gestion	Autorité compétente pour la reconnaissance et la surveillance du marché
France	1. Euronext Paris 2. MATIF 3. MONEP	Euronext Paris (1-3)	Proposition de l'Autorité des marchés financiers (AMF) Reconnaissance par le ministre chargé de l'Economie (cf. article L. 421-1 du code monétaire et financier)
Grèce	1. Bourse d'Athènes (entité gestionnaire) – marché des valeurs mobilières – marché des instruments dérivés 2. Marché secondaire des valeurs mobilières électroniques (marché obligataire HDAT)	1. Bourse d'Athènes 2. Banque de Grèce	1. Commission hellénique des marchés de capitaux (HCMC) 2. Commission hellénique des marchés de capitaux (HCMC)
Hongrie	Budapesti Értéktársaság Zrt. (Bourse de Budapest) – Részvénytársaság (marché des actions) – Hitelpapír Szekció (marché des obligations) – Származékos Szekció (marché des instruments financiers) – Áru szekció (marché des matières premières)	Budapesti Értéktársaság Zrt. (Bourse de Budapest)	Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (Autorité hongroise de surveillance financière)
Irlande	Marché principal de la Bourse irlandaise	Irish Stock Exchange Ltd.	The Irish Financial Services Regulatory Authority (l'autorité de réglementation) agréée les « marchés réglementés » et (à l'exception des conditions d'admission à la cote) vérifie et approuve les règles de fonctionnement élaborées par l'exploitant du marché réglementé
Islande	1. OMX Nordic Exchange á Íslandi (marché réglementé) 2. First North (système de négociation multilatérale)	1. OMX Nordic Exchange 2. OMX Nordic Exchange	Fjármála-eftirlitið (Autorité de surveillance financière)
Italie	1. Marché électronique des actions (MTA) 2. Marché NTAX 3. Mercato Expandi 4. Marché électronique des obligations (MOT) 5. Marché électronique des fonds communs de placement à capital variable et des ETC (ETF-Plus) 6. Marché électronique des instruments dérivés titrisés (SeDeX) 7. Marché des instruments dérivés italiens pour la négociation des instruments financiers visés aux articles 1(2)(f) et 1(2)(i) de la loi consolidée sur les finances (IDEM) 8. Marché de gros des obligations italiennes et étrangères (MTS) 9. Négociation de gros d'obligations et de titres qui ne sont pas émis par l'Etat mais par des organisations internationales avec une participation publique (MTS Corporate) 10. Négociation de gros en ligne d'obligations d'Etat (BondVision) 11. TLX	(1-7) Borsa Italiana S.p.A. (8-10) Società per il Mercato dei Titoli di Stato – MTS s.p.a. (11) TLX s.p.a.	La CONSOB agréée les sociétés qui gèrent les marchés et approuve leurs statuts et leurs règles. Pour les marchés de gros des titres publics, la société gestionnaire est agréée par le ministère de l'Economie et des Finances, sur avis de la CONSOB et de la Banca d'Italia.

1

2

3

4



Liste des marchés réglementés (suite)

Pays	Dénomination du marché réglementé	Entité en charge de la gestion	Autorité compétente pour la reconnaissance et la surveillance du marché
Lettonie	Bourse de Riga – Premier marché – Marché obligataire – Marché secondaire – Marché des fonds de placement	JSC Rigas Fondu Birza	Commission du marché financier et des capitaux
Lituanie	Bourse de Vilnius – Premier marché de la Bourse de Vilnius – Marché secondaire de la Bourse de Vilnius – Marché des obligations de la Bourse de Vilnius	Bourse de Vilnius	Commission lituanienne des valeurs mobilières
Luxembourg	Bourse de Luxembourg	Société de la Bourse de Luxembourg SA	Commission de surveillance du secteur financier
Malte	Bourse de Malte	Bourse de Malte	Autorité maltaise des services financiers
Norvège	1. Bourse d'Oslo (marché officiel) – Marché des actions – Marché des instruments dérivés – Marché des obligations 2. Oslo Axess – Marché des actions – Marché des obligations 3. Nord Pool (marché officiel) – Marché des instruments dérivés (bourse de commerce) 4. Imarex – Marché des instruments dérivés (bourse de commerce) 5. Fish Pool – Marché des instruments dérivés (bourse de commerce) 6. Fishex – Marché des instruments dérivés (bourse de commerce)	1-3 Oslo Børs ASA 4. Imarex ASA 5. Fish Pool ASA 6. Fishex ASA	Kredittilsynet (Autorité norvégienne de surveillance financière)
Pays-Bas	1. a) Marché au comptant Euronext Amsterdam Euronext Amsterdam b) Marché des instruments dérivés Euronext Amsterdam 2. Endex 3. MTS Amsterdam	1. NYSE Euronext (International) BV, NYSE Euronext (Holding) BV, Euronext NV, Euronext (Holdings) NV et Euronext Amsterdam NV. Endex European Energy Derivatives Exchange NV MTS Amsterdam NV	Agréé par le ministre des Finances, sur avis de l'Autorité néerlandaise des marchés financiers, et du ministère néerlandais des Finances
Pologne	1. Rynek podstawowy (premier marché) 2. Rynek równoległy (marché parallèle) 3. Rynek Papierów Wartościowych CeTO (régulé marché hors bourse de valeurs mobilières CeTO)	1-2 Giełda Papierów Wartościowych Warszawie (Bourse de Varsovie) 3. MTS-CeTO SA	Komisja Nadzoru Finansowego (Commission de surveillance financière)



Liste des marchés réglementés *(suite)*

Pays	Dénomination du marché réglementé	Entité en charge de la gestion	Autorité compétente pour la reconnaissance et la surveillance du marché
Portugal	1. Euronext by Euronext Lisbon (marché officiel)	Marchés 1-2 : Euronext Lisbon – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados SA	Le ministère des Finances agrée les marchés sur proposition de la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM chargée de la réglementation et de la surveillance des marchés)
	2. Mercado de Futuros e Opções (marché des contrats à terme et des options)		
	3. MEDIP – Mercado Especial de Dívida Pública (marché spécial de la dette publique)		
République slovaque	1. Marché des valeurs mobilières Premier marché Marché parallèle Nouveau marché	Bourse de Bratislava	Banque nationale de Slovaquie
	2. Marché réglementé libre		
République tchèque	1. Premier marché (Hlavní Trh) 2. Second marché (Vedlejší trh) 3. Marché libre (Volný trh) 4. Marché officiel RM System	1-3 Bourse de Prague (Burza cenných papírů Praha, a.s.) 4. RM System a.s., gestionnaire du marché réglementé	Banque nationale de la République tchèque
Roumanie	1. Piața reglementată (marché réglementé au comptant – BVB)	1-2 SC Bursa de Valori București SA (Bourse de Bucarest SA)	Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, CNVM, Commission nationale roumaine des valeurs mobilières
	2. Piața reglementată la termen (marché réglementé des instruments dérivés)		
	3. Piața reglementată (marché réglementé des instruments dérivés – BMFMS)		
Royaume-Uni	1. EDX	1. EDX London Limited	1-7. Autorité des services financiers
	2. Marché des valeurs mobilières cotées en Bourse PLUS	2. PLUS Markets plc	
	3. virt-x Exchange Limited	3. virt-x Exchange Limited	
	4. The London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE)	4. LIFFE Administration and Management	
	5. Bourse des métaux de Londres	5. The London Metal Exchange Limited	
	6. Marché à terme ICE Europe	6. ICE Futures Europe	
	7. Bourse de Londres (marché réglementé)	7. London Stock Exchange plc	
Slovénie	1. Bourse de Ljubljana, Marché officiel (Borzni trg)	Ljubljana Stock Exchange (Ljubljanska borza)	Agence des marchés de valeurs mobilières (Agencija za trg vrednostnih papirjev)
Suède	OMX Nordic Exchange Stockholm – Marché des actions – Marché des obligations – Marché des instruments financiers	OMX Nordic Exchange Stockholm AB	Finansinspektionen (Autorité de surveillance financière)

Source : Journal officiel de l'Union européenne du 4 novembre 2008.



D – Liste des accords et conventions signés par l'AMF avec ses homologues étrangers

	Date de signature	Commission signataire	Type d'accord	Date de publication BM COB et RM AMF	Publication JO
1	14/12/1989	COB – Securities and Exchange Commission des Etats-Unis	Accord d'assistance mutuelle	BM n° 231 décembre 1989	–
2	06/06/1990	COB – Commodity Futures Trading Commission des Etats-Unis	Accord d'assistance mutuelle	BM n° 237 juin 1990	–
3	31/01/1992	COB – Commission des valeurs mobilières du Québec	Accord de coopération et d'échange d'informations	BM n° 255 février 1992	–
4	31/01/1992	COB – Ontario Securities Commission	Accord de coopération et d'échange d'informations	BM n° 255 février 1992	–
5	06/10/1992	COB – British Columbia Securities Commission	Accord de coopération et d'échange d'informations	BM n° 262 octobre 1992	–
6	23/10/1992	COB – Comisión Nacional de Valores du Mexique	Accord de coopération et d'assistance technique	BM n° 263 novembre 1992	–
7	24/05/1993	COB – Comisión Nacional de Valores d'Argentine	Accord de coopération et d'assistance technique	BM n° 269 mai 1993	–
8	26/07/1993	COB – Commission bancaire et financière de Belgique	Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 271 juillet-août 1993	–
9	27/09/1993	COB – Comisión Nacional del Mercado de Valores d'Espagne	Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 272 septembre 1993	–
10	27/01/1994	COB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa d'Italie	Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 277 février 1994	–
11	14/06/1994	COB – Securities and Futures Commission de Hong Kong	Accord d'échange d'informations	BM n° 281 juin 1994	–
12	14/03/1995	COB – Australian Securities Commission	Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 289 mars 1995	–
13	19/04/1996	COB – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários du Portugal	Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 301 avril 1996	–
14	10/09/1996	COB – Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel d'Allemagne	Convention portant accord d'échange d'informations	BM n° 305 août-septembre 1996	JO du 08/10/96
15	04/07/1997	COB – Conseil du marché financier de Tunisie	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 315 juillet-août 1997	JO du 29/07/97
16	10/10/1997	COB – Comissão de Valores Mobiliários du Brésil	Convention d'échange d'informations	BM n° 317 octobre 1997	JO du 22/11/97
17	04/03/1998	COB – China Securities Regulatory Commission de la République populaire de Chine	Convention de coopération en matière de régulation des marchés d'instruments financiers	BM n° 322 mars 1998	JO du 22/04/98
18	09/04/1998	COB – Conseil déontologique des valeurs mobilières du Maroc	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 323 avril 1998	JO du 14/08/98
19	27/05/1998	COB – Superintendencia de Valores y Seguros du Chili	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 324 mai 1998	JO du 14/08/98
20	24/06/1998	COB – Autorité de surveillance bancaire et financière de Hongrie	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 325 juin 1998	JO du 14/08/98



Liste des accords et conventions signés *(suite)*

	Date de signature	Commission signataire	Type d'accord	Date de publication BM COB et RM AMF	Publication JO
21	26/01/1999	COB et ses homologues membres du FESCO, à savoir : le BAWe (Allemagne), l'ASA (Autriche), la CBF (Belgique), le Finanstilsynet (Danemark), la CNMV (Espagne), le Rahoitustarkastus (Finlande), la CMC (Grèce), la BCI (Irlande), la FSA (Islande), la CONSOB (Italie), la CSSF (Luxembourg), le Kredittilsynet (Norvège), le STE (Pays-Bas), la CMVM (Portugal), la FSA (Royaume-Uni), le Finansinspektionen (Suède)	Convention multilatérale d'échange d'informations et de surveillance des activités financières	BM n° 333 mars 1999	JO du 16/04/98
22	26 /03/1999	COB – Commission fédérale des banques suisses	Echange de lettres permettant l'organisation et la mise en œuvre d'une procédure d'assistance mutuelle	BM n° 334 avril 1999	JO du 17/04/99
23	24/05/1999	COB – Komisja Papierow Wartosciowych i Gield de Pologne	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 336 juin 1999	JO du 25/07/99
24	13/09/1999	COB – Securities Commission de Malaisie	Convention d'échange d'informations	BM n° 338 septembre 1999	JO du 06/10/99
25	04/10/1999	COB – Conseil régional de l'épargne publique et des marchés financiers de l'Union monétaire Ouest-africaine	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 339 octobre 1999	JO du 14/11/99
26	23/11/1999	COB – Monetary Authority of Singapore	Convention d'échange d'informations	BM n° 340 novembre 1999	JO du 31/12/99
27	07/12/1999	COB – Komise Pro Cenné Papiry de République tchèque	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 341 décembre 1999	JO du 11/01/00
28	18/05/2000	COB – Capital Markets Board de Turquie	Convention d'échange d'informations	BM n° 346 mai 2000	JO du 21/06/00
29	09/10/2000	COB – Lithuanian Securities Commission	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 350 octobre 2000	JP du 04/11/00
30	19/10/2000	COB – Financial Services Board d'Afrique du Sud	Convention d'échange d'informations	BM n° 350 octobre 2000	JO du 01/12/00
31	25/01/2001	COB – Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse d'Algérie.	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 353 janvier 2001	JO du 15/03/01
32	30/11/2001	COB – Jersey Financial Services Commission	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 363 décembre 2001	JO du 13/01/02
33	08/03/2002	COB – Commission de contrôle de la gestion de portefeuilles et activités boursières assimilées de la principauté de Monaco	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 366 mars 2002	JO du 08/09/02
34	30/04/2002	COB – Financial Supervisory Commission de Corée du Sud	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 368 mai 2002	JO du 17/09/02
35	06/09/2002	COB – Capital Market Authority d'Egypte	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 371 septembre 2002	JO du 05/10/02
36	16/06/2003	COB – Guernsey Financial Services Commission	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 380 juin 2003	JO du 25/07/03

1

2

3

4



Liste des accords et conventions signés *(suite)*

	Date de signature	Commission signataire	Type d'accord	Date de publication BM COB et RM AMF	Publication JO
37	07/04/2006	AMF – Israel Securities Authority	Convention de coopération et d'échange d'informations	–	–
38	11/12/2006	AMF – Commission chinoise des valeurs mobilières	Lettre de coopération visant à renforcer les échanges techniques	RM n° 32 janvier 2007	–
39	05/01/2007	Collège des régulateurs d'Euronext (incluant l'AMF) – Securities and Exchange Commission	Accord portant sur la consultation, la coopération et l'échange d'informations concernant la supervision des marchés	RM n° 33 février 2007	–
40	29/01/2008	AMF – Israel Securities Authority	Accord relatif à la procédure d'admission à la négociation sur un marché réglementé français ou israélien et l'équivalence des prospectus entre les deux pays	–	–
41	21/02/2008	AMF – Securities and Exchange Board of India (SEBI)	Accord de coopération visant à renforcer les échanges techniques	–	–



E – Protocole d'accord multilatéral (*Multilateral Memorandum of Understanding*) de l'OICV sur la consultation, la coopération et l'échange d'informations

Liste des signataires

Financial Services Board (FSB), **Afrique du Sud**
 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), **Allemagne**
 Australian Securities and Investments Commission (ASIC), **Australie**
 Central Bank of Bahrain (CBB), **Royaume du Bahreïn**
 Commission bancaire, financière et des assurances, **Belgique**
 Bermuda Monetary Authority, **Bermudes**
 Alberta Securities Commission (SC), **Canada/Alberta**
 British Columbia Securities Commission (BCSC), **Canada/Colombie-Britannique**
 Ontario Securities Commission (OSC), **Canada/Ontario**
 Autorité des marchés financiers, **Canada/Québec**
 China Securities Regulatory Commission, **Chine**
 Denmark Financial Supervisory Authority (Finanstilsynet), **Danemark**
 Dubai Financial Services Authority (DFSA), **Dubai**
 Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), **Espagne**
 Commodity Futures Trading Commission (CFTC), **Etats-Unis d'Amérique**
 Securities and Exchange Commission (SEC), **Etats-Unis d'Amérique**
 Financial Supervision Authority (Rahoitustarkastus), **Finlande**
 Autorité des marchés financiers, **France**
 Hellenic Republic Capital Market Commission (HCMC), **Grèce**
 Securities and Futures Commission, **Hong Kong**
 Hungarian Financial Supervisory Authority, **Hongrie**
 Financial Supervision Commission, **Île de Man**
 Financial Services Commission of the British Virgin Islands, **Îles Vierges britanniques**
 Securities and Exchange Board of India (SEBI), **Inde**
 Israel Securities Authority (ISA), **Israël**
 Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, **Italie**
 Financial Services Agency, **Japon**
 Jersey Financial Services Commission (FSC), **Jersey**
 Jordan Securities Commission, **Jordanie**
 Lithuanian Securities Commission (Lietuvos Respublikos Vertybiniu Popieriu Komisija), **Lituanie**
 Commission de surveillance du secteur financier du Luxembourg, **Luxembourg**
 Securities Commission of Malaysia, **Malaisie**
 Malta Financial Services Authority (MFSA), **Malte**
 Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM), **Maroc**
 Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), **Mexique**
 Securities and Exchange Commission of Nigeria (NSEC), **Nigeria**
 Financial Supervisory Authority of Norway (Kredittilsynet), **Norvège**
 Securities Commission of New Zealand (SC), **Nouvelle-Zélande**
 Netherlands Authority for the Financial Markets, Autoriteit Financiële Markten (AFM), **Pays-Bas**
 Polish Securities and Exchange Commission (PSEC), Komisja Nadzoru Finansowego, **Pologne**

1

2

3

4



1

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), **Portugal**

The National Bank of Slovakia, Národná Banka Slovenska, **République slovaque**

Ceska Narodni Banka, **République tchèque**

2

Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare (CNVM), **Roumanie**

Financial Services Authority (FSA), **Royaume-Uni**

3

Monetary Authority of Singapore, **Singapour**

Securities and Exchange Commission, **Sri Lanka**

Securities and Exchange Commission of Thailand, **Thaïlande**

4

Capital Markets Board (CMB), **Turquie**

Liste des signataires de l'annexe B des autorités s'engageant à obtenir les pouvoirs nécessaires pour devenir pleinement signataires

The Austrian Financial Market Authority, Finanzmarktaufsicht, **Autriche**

Financial Supervision Commission (FSC), **Bulgarie**

Superintendencia de Valores y Seguros, **Chili**

Securities and Exchange Commission, Cyprus, **Chypre**

Financial Supervisory Commission/Financial Supervisory Service (FSC/FSS), **Corée du Sud**

Superintendencia General de Valores de Costa Rica, **Costa Rica**

Securities & Exchange Commission of Ghana, **Ghana**

The Indonesian Capital Market Supervisory Agency (BAPEPAM), **Indonésie**

Comisión Nacional de Valores, **Panamá**

Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, **Pérou**

Securities and Exchange Commission (SEC), **Philippines**

Federal Financial Markets Service (FFMS), **Russie**

Superintendencia de Valores, **Salvador**

Commission fédérale des banques (FINMA), **Suisse**

Financial Supervisory Commission of Chinese Taipei, **Taiwan**

Conseil du marché financier, **Tunisie**



ANNEXE 2

L'information des investisseurs

A – Les visas accordés sur les opérations financières	1
B – Les enregistrements et les dépôts	3
C – L'information périodique	11

En dépit de plusieurs relectures minutieuses et attentives, les annexes du rapport annuel peuvent encore comporter des erreurs dans les chiffres, les pourcentages, les dates ou les noms cités. Dans le cas d'éventuelles discordances avec les décisions prises par l'AMF, seules ces décisions font loi.



A – Les visas accordés sur les opérations financières

Tableau 1 Visas par type d'opérations

	2007	2008	Variation 2007/2008
I – Visas sur opérations financières	321	195	- 126
> Introduction d'une société sur un marché réglementé	13	5	- 8
Euronext	13	5	- 8
> Admission d'une société sur un marché organisé	25	6	- 19
Alternext	25	6	- 19
> Titres de capital	109	70	- 39
Constitutions de sociétés par appel public à l'épargne	0	0	0
Fusions, apports, scissions	0	0	0
Emissions et admissions sur un marché réglementé	41	23	- 18
Emissions par appel public à l'épargne	26	17	- 9
– dont inscriptions sur le Marché libre par émission	1	0	- 1
Cessions par appel public à l'épargne	2	1	- 1
– dont inscriptions sur le Marché libre par cession	1	0	- 1
Admissions de titres déjà émis	7	2	- 5
Opérations réservées aux salariés	25	23	- 2
– émissions réservées	4	2	- 2
– plans d'achat de titres	21	1	- 20
Attributions gratuites de bons	8	4	- 4
> Titres de créance donnant accès au capital	22	14	- 8
Emissions et admissions sur un marché réglementé	22	13	- 9
Emissions par appel public à l'épargne	0	0	0
Cessions par appel public à l'épargne	0	0	0
Admissions de titres déjà émis	0	1	1
> Titres de créance	83	58	- 25
Emissions et admissions sur un marché réglementé	27	24	- 3
Emissions et cessions sans admission	0	0	0
Admissions de titres déjà émis	39	20	- 19
– dont obligations foncières	5	4	- 1
– dont bons d'option	12	0	- 12
Programmes d'émission EMTN, bons d'option et certificats	17	14	- 3
> Offres publiques⁽¹⁾	69	42	- 27
OPA (offres publiques d'achat, garanties de cours, surenchères)	49	29	- 20
OPE (offres publiques d'échange)	3	1	- 2
OPA/OPE (offres publiques mixtes)	3	1	- 2
OP rachat (offres publiques de rachat)	2	2	0
OPR et OPR-RO (offres publiques de retrait, de retrait suivies d'un retrait obligatoire)	11	9	- 2
Offres de vente à prix ferme	0	0	0
Offres publiques d'achat sur titres de créance	1	0	- 1
Offres publiques d'échange sur titres de créance	0	0	0

(1) Dont un retrait obligatoire avec conformité à l'issue d'une offre.



Visas par type d'opérations *(suite)*

	2007	2008	Variation 2007/2008
II – Autres visas (hors visas annulés)	125	104	- 21
Rachats de titres	0	0	0
Notes d'opération préliminaires	0	0	0
Autres visas spécifiques	110	84	- 26
– dont notes en réponse à offres publiques	55	29	- 26
Visas annulés	42	8	- 34
Autres directions AMF	15	12	- 3
TOTAL des visas délivrés sur l'année (hors visas annulés)	446	291	- 155

Source : AMF

1

2

3

4



B – Les enregistrements et les dépôts

Tableau 2 Documents E, documents de base d'introduction et documents de référence

	2007	2008	Variation 2007/2008
> Documents E	27	14	- 13
Fusions	12	4	- 8
Apports	15	10	- 5
Autres	0	0	0
> Documents d'introduction	29	5	- 24
Documents de base d'introduction	29	5	- 24
> Documents de référence ⁽¹⁾	368	366	- 2
Sociétés cotées	350	351	1
Émetteurs de titres de créance	18	15	- 3
TOTAL	424	385	- 39

Source : AMF

(1) Documents de référence en contrôle *a priori* enregistrés en 2008 et documents de référence en contrôle *a posteriori* déposés en 2008.

Tableau 3 Documents de référence – liste des émetteurs

	Dates	
ACCESS COMMERCE	29/04/08	(*)
ACCOR	03/04/08	(*)
ACTEOS	30/04/08	(*)
ACTIA GROUP	04/08/08	
ADENCLASSIFIEDS	17/06/08	
AEDIAN	02/10/08	(*)
AEROPORTS DE PARIS	28/04/08	
AFFINE	30/07/08	(*)
AFONE	11/12/08	(*)
AGENCE FRANÇAISE DE DEVELOPPEMENT	13/05/08	(*)
AIR FRANCE-KLM	13/06/08	(*)
AKKA TECHNOLOGIES	18/06/08	
ALCATEL LUCENT	08/04/08	(*)
ALDETA	30/04/08	(*)
ALSTOM	23/05/08	(*)

(*) Contrôlé *a posteriori*



Documents de référence – liste des émetteurs *(suite)*

	Dates	
ALTAMIR AMBOISE	20/03/08	(*)
ALTAREA	08/04/08	(*)
ALTEN	25/04/08	(*)
ALTI	06/05/08	(*)
ALTRAN TECHNOLOGIES	23/04/08	(*)
ANF	25/04/08	
ANOVO	11/01/08	(*)
APRIL GROUP	14/03/08	(*)
ARCHOS	27/08/08	
AREVA	15/04/08	(*)
ARKEMA	17/04/08	
ARTPRICE.COM	12/03/08	
ASSYSTEM	31/03/08	(*)
AST GROUPE	04/06/08	
ATOS ORIGIN	09/04/08	(*)
AUBAY	28/04/08	(*)
AUDIKA	29/04/08	(*)
AUFEMININ.COM	20/06/08	(*)
AUREA	31/07/08	
AUSY	30/04/08	(*)
AVANQUEST SOFTWARE SA	10/09/08	(*)
AVANQUEST SOFTWARE SA	12/03/08	(*)
AVENIR TELECOM	24/07/08	(*)
AXA	28/03/08	(*)
BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL	04/07/08	
BARBARA BUI	13/06/08	(*)
BASTIDE LE CONFORT MEDICAL	19/03/08	(*)
BELVEDERE	07/03/08	
BIC	03/04/08	(*)
BIGBEN INTERACTIVE	29/09/08	
BIOALLIANCE PHARMA	11/04/08	
BIOMERIEUX	02/06/08	(*)
BNP-PARIBAS	13/03/08	(*)
BOIRON	21/04/08	(*)
BOIZEL CHANOINE CHAMPAGNE	24/04/08	
BOLLORE	30/04/08	(*)
BONDUELLE	30/10/08	(*)
BONDUELLE	28/01/08	(*)
BOURSE DIRECT	30/04/08	(*)
BOURSORAMA	22/04/08	(*)
BOUYGUES	10/04/08	(*)

(*) Contrôlé a posteriori

1

2

3

4



Documents de référence – liste des émetteurs *(suite)*

	Dates	
BULL	11/04/08	(*)
BUREAU VERITAS REGISTRE INTERNATIONAL DE CLASSIFICATION DE NAVIRES ET D'AERONEFS	21/04/08	
BUSINESS & DECISION	26/06/08	(*)
CAISSE DE REFINANCEMENT DE L'HABITAT	08/02/08	(*)
CAISSE DES DEPOTS ET CONSIGNATIONS – CDC	27/10/08	
CAISSE NATIONALE DES CAISSES D'EPARGNE ET DE PREVOYANCE	16/04/08	(*)
CALYON	30/04/08	
CAP GEMINI	01/04/08	(*)
CARREFOUR	22/04/08	(*)
CASINO GUICHARD-PERRACHON	06/05/08	(*)
CAST	21/05/08	(*)
CEGEDIM	29/04/08	(*)
CEGID GROUP	23/04/08	(*)
CEREP	29/05/08	(*)
CIMENTS FRANCAIS	28/03/08	(*)
CLARINS	21/04/08	(*)
CLUB MEDITERRANEE	12/02/08	(*)
CNP ASSURANCES	14/05/08	(*)
COFITEM-COFIMUR	21/03/08	(*)
COHERIS	07/05/08	(*)
COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER	11/04/08	(*)
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN	08/04/08	(*)
COMPAGNIE DES ALPES	30/01/08	(*)
COMPAGNIE GENERALE DE GEOPHYSIQUE - VERITAS	23/04/08	(*)
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN	29/02/08	(*)
COMPAGNIE LA LUCETTE	11/04/08	(*)
COMPAGNIE LEBON	26/03/08	(*)
COMPAGNIE MAROCAINE	01/07/08	
COMPAGNIE MAROCAINE	22/01/08	
CREDIT AGRICOLE SA	20/03/08	(*)
CREDIT COOPERATIF	08/12/08	
CREDIT DU NORD	25/04/08	(*)
CREDIT FONCIER DE FRANCE	30/04/08	(*)
CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL	30/04/08	(*)
CS COMMUNICATION & SYSTEMES	30/04/08	(*)
CYBERDECK	06/11/08	(*)
CYBERNETIX	29/04/08	
DALET	30/06/08	(*)
DASSAULT SYSTEMES	04/04/08	(*)
DERICHEBOURG	23/12/08	(*)
DERICHEBOURG	25/02/08	(*)

(*) Contrôlé a posteriori



Documents de référence – liste des émetteurs *(suite)*

	Dates	
DEVOTEAM	25/04/08	(*)
DEXIA CREDIT LOCAL	03/04/08	(*)
DMS - DIAGNOSTIC MEDICAL SYSTEMS	30/04/08	(*)
DOCKS LYONNAIS	29/07/08	
DUC	06/06/08	(*)
EPI	18/07/08	
EPI	17/01/08	
EBIZCUSS.COM	28/05/08	(*)
EBIZCUSS.COM	07/03/08	
ECA	13/05/08	(*)
EDF ENERGIES NOUVELLES	18/04/08	
EGIDE	07/07/08	(*)
EGTN	17/12/08	
EFFAGE	15/04/08	(*)
ELECTRICITE DE FRANCE	11/04/08	
ENTREPOSE CONTRACTING	23/05/08	
ERAMET	09/04/08	(*)
ESI GROUP	15/09/08	(*)
ESKER	06/05/08	(*)
ESSILOR INTERNATIONAL	28/03/08	(*)
EULER HERMES	21/04/08	(*)
EURAZEO	04/04/08	(*)
EURO DISNEY SCA	18/12/08	(*)
EUROFINS SCIENTIFIC	31/03/08	(*)
EUROPACORP	30/07/08	
EUROSIC	29/04/08	(*)
EUTELSAT COMMUNICATIONS	16/10/08	
EVIALIS	31/10/08	(*)
EVIALIS	05/05/08	(*)
EXEL INDUSTRIES	20/02/08	(*)
F.MARC DE LACHARRIERE (FIMALAC)	15/01/08	(*)
FAIVELEY	25/11/08	
FAURECIA	28/04/08	(*)
FERMIERE DU CASINO MUNICIPAL DE CANNES	19/02/08	(*)
FINUCHEM	28/04/08	(*)
FONCIERE 7 INVESTISSEMENT	13/11/08	
FONCIERE ATLAND	15/07/08	
FONCIERE DES MURS	09/04/08	(*)
FONCIERE DES 6 ^E ET 7 ^E ARRONDISSEMENTS DE PARIS	25/04/08	
FONCIERE DES REGIONS	28/04/08	(*)
FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS	20/06/08	

(*) Contrôlé a posteriori



1

2

3

4

Documents de référence – liste des émetteurs *(suite)*

	Dates	
FONCIERE EUROPE LOGISTIQUE	16/05/08	
FONCIERE INEA	25/04/08	
FONCIERE MASSENA	18/07/08	
FONCIERE PARIS-FRANCE	23/04/08	
FRANCE TELECOM	05/03/08	(*)
FROMAGERIES BEL	27/08/08	(*)
GAMELOFT	06/06/08	(*)
GAUMONT	30/04/08	(*)
GAZ DE FRANCE	15/05/08	
GECINA	09/04/08	(*)
GENERALE DE SANTE	30/04/08	(*)
GENESYS	30/04/08	(*)
GEODIS	31/03/08	(*)
GFI INFORMATIQUE	30/04/08	(*)
GINGER	04/07/08	(*)
GL EVENTS	29/04/08	(*)
GL TRADE	20/05/08	(*)
GROUPAMA SA	29/04/08	
GROUPE BANQUE POPULAIRE	24/04/08	(*)
GROUPE BOURBON	16/05/08	(*)
GROUPE CRIT	04/06/08	(*)
GROUPE DANONE	26/03/08	(*)
GROUPE EUROTUNNEL SA	15/04/08	
GROUPE FLO	29/04/08	(*)
GROUPE GO SPORT	18/04/08	(*)
GROUPE OPEN	17/07/08	(*)
GROUPE PARTOUCHE	14/03/08	(*)
GROUPE SILICOMP	07/05/08	(*)
GUERBET	02/04/08	(*)
GUILLEMOT CORPORATION	29/04/08	(*)
GUY DEGRENNE	06/11/08	(*)
HAVAS	18/04/08	(*)
HERMES INTERNATIONAL	14/04/08	
HF COMPANY	29/04/08	(*)
HIGH CO	29/04/08	(*)
HI-MEDIA	08/04/08	(*)
HOLOGRAM INDUSTRIES	28/04/08	(*)
HSBC FRANCE	25/04/08	(*)
HUBWOO.COM	15/05/08	(*)
HUIS CLOS	07/08/08	
ICADE	31/03/08	

(*) Contrôlé a posteriori



Documents de référence – liste des émetteurs *(suite)*

	Dates	
IDI	30/04/08	(*)
IEC PROFESSIONNEL MEDIA	30/04/08	(*)
ILIAD	15/04/08	(*)
ILOG	29/10/08	(*)
IMERYS	02/04/08	(*)
IMMOBILIERE DASSAULT SA	20/06/08	
IMS INTERNATIONAL METAL SERVICE	18/03/08	(*)
INFOGRAMES ENTERTAINMENT	01/08/08	(*)
INFOTEL	30/04/08	(*)
INFOVISTA	01/10/08	(*)
INGENICO	24/04/08	(*)
INNATE PHARMA	21/03/08	
INNELEC MULTIMEDIA	01/04/08	
INTER PARFUMS	04/04/08	(*)
INTERCALL	09/06/08	(*)
INTERNATIONALE DE PLANTATIONS D'HEVEAS	05/06/08	(*)
IPBM	24/07/08	
IPSEN SA	29/04/08	
IPSOS	16/04/08	(*)
ITESOFT	18/03/08	(*)
ITS GROUP	12/12/08	
JACQUET METALS	23/04/08	(*)
JC DECAUX SA	07/04/08	(*)
JET MULTIMEDIA	21/03/08	(*)
KAUFMAN & BROAD SA	31/03/08	(*)
KEYRUS	26/06/08	
KEYYO	07/05/08	(*)
KLEMURS SCA	24/06/08	
KLEPIERRE	10/03/08	(*)
KORIAN	01/08/08	
LACIE SA	22/04/08	(*)
LAFARGE	28/03/08	(*)
LAFUMA	05/02/08	(*)
LAGARDERE	03/04/08	(*)
L'AIR LIQUIDE	31/03/08	(*)
LAURENT-PERRIER	03/07/08	(*)
LE CARBONE LORRAINE	17/03/08	(*)
LE PUBLIC SYSTEME	29/07/08	
LE TANNEUR & CIE	09/04/08	(*)
LEGRAND	23/04/08	
LEON DE BRUXELLES	25/04/08	(*)

(*) *Contrôlé a posteriori*

1

2

3

4



Documents de référence – liste des émetteurs *(suite)*

	Dates	
LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS	24/04/08	
LEXIBOOK	30/07/08	(*)
LISI	14/04/08	(*)
L'OREAL	27/03/08	(*)
LVL MEDICAL GROUPE	14/03/08	(*)
LVMH MOET-HENNESSY-LOUIS VUITTON	14/04/08	(*)
M6-METROPOLE TELEVISION	09/04/08	(*)
MAISONS FRANCE CONFORT	20/05/08	(*)
MAKHEIA GROUP	13/06/08	
MANUTAN INTERNATIONAL	06/03/08	(*)
MAROC TELECOM	28/04/08	(*)
MAUREL ET PROM	29/04/08	(*)
MEETIC	09/06/08	
MEILLEURTAUX.COM	25/07/08	
MEMSCAP	23/06/08	(*)
MERCIALYS	04/04/08	
METROLOGIC GROUP	13/03/08	(*)
MICROPOLE-UNIVERS	30/06/08	(*)
MODELABS GROUP	05/12/08	
MODELABS GROUP	06/03/08	
MR BRICOLAGE	28/03/08	(*)
MRM	15/05/08	
NATIXIS	18/04/08	(*)
NATUREX	30/04/08	(*)
NEOPOST	30/04/08	(*)
NET2S	31/07/08	(*)
NEUF CEGETEL	10/03/08	
NEURONES	30/04/08	(*)
NEXANS	05/03/08	(*)
NEXITY	25/04/08	(*)
NEXTRADIOTV	26/05/08	
NICOX SA	03/03/08	(*)
NRJ GROUP	29/04/08	(*)
NYSE EURONEXT INC.	15/05/08	
OBERTHUR TECHNOLOGIES	15/09/08	(*)
OFI PRIVATE EQUITY CAPITAL	30/04/08	
ORAPI	17/04/08	
ORGASYNTH	27/08/08	
ORPEA	27/02/08	
OSEO FINANCEMENT	29/04/08	(*)
OSIATIS	04/06/08	

(*) Contrôlé a posteriori



Documents de référence – liste des émetteurs *(suite)*

	Dates	
OVERLAP GROUPE	05/09/08	(*)
OXYMETAL	28/05/08	(*)
PAGESJAUNES	01/04/08	(*)
PAREF	28/04/08	
PARIS RE HOLDINGS LIMITED	29/08/08	
PARROT	06/06/08	
PERNOD-RICARD	02/10/08	(*)
PEUGEOT SA	23/04/08	(*)
PHARMAGEST INTERACTIVE	29/04/08	(*)
PIERRE ET VACANCES	28/01/08	(*)
PPR	22/04/08	(*)
PRODUITS CHIMIQUES AUXILIAIRES ET DE SYNTHESE	28/03/08	(*)
PROLOGUE	31/03/08	
PROVIMI	25/04/08	(*)
PUBLICIS GROUPE SA	19/03/08	(*)
QUANTEL	23/05/08	(*)
QUOTIUM TECHNOLOGIES	29/07/08	(*)
RADIALL	19/06/08	
RALLYE	16/05/08	(*)
REMY COINTREAU	31/07/08	(*)
RENAULT	11/03/08	(*)
REXEL	30/04/08	
RHODIA	31/03/08	(*)
RUBIS	28/04/08	(*)
RUE DU COMMERCE	31/07/08	
SII	31/07/08	(*)
ST DUPONT	09/07/08	(*)
SA LE NOBLE AGE	03/07/08	
SAFRAN	25/04/08	(*)
SAFT GROUPE SA	04/11/08	
SAMSE	07/05/08	(*)
SANOFI-AVENTIS	06/03/08	(*)
SARTORIUS STEDIM BIOTECH	13/03/08	(*)
SCHNEIDER ELECTRIC	17/03/08	(*)
SCOR SE	28/03/08	(*)
SEB SA	02/04/08	(*)
SECHE ENVIRONNEMENT	11/03/08	(*)
SELCODIS	12/06/08	(*)
SELECTIRENTE	29/04/08	
SELOGER.COM	18/11/08	
SEQUANA	10/04/08	(*)

(*) Contrôlé a posteriori

1

2

3

4



Documents de référence – liste des émetteurs *(suite)*

	Dates	
SIIC DE PARIS	19/05/08	(*)
SIIC DE PARIS 8 ^E	19/05/08	(*)
SIICINVEST	28/04/08	
SILIC	21/03/08	(*)
SIPAREX CROISSANCE	17/04/08	(*)
SOCIETE CENTRALE DES BOIS ET SCIERIES DE LA MANCHE	05/11/08	
SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL	24/04/08	(*)
SOCIETE FONCIERE LYONNAISE	29/04/08	(*)
SOCIETE FRANÇAISE DE CASINOS	11/08/08	(*)
SOCIETE GENERALE	03/03/08	(*)
SODEXO	12/11/08	(*)
SODIFRANCE	30/04/08	(*)
SOFIBUS	13/11/08	
SOFT COMPUTING	30/04/08	(*)
SOGECLAIR	24/04/08	(*)
SOITEC	23/06/08	(*)
SOLUCOM	30/06/08	(*)
SOLVING INTERNATIONAL	01/09/08	
SOPRA GROUP	23/04/08	(*)
SOREFICO COIFFURE	27/06/08	(*)
SPERIAN PROTECTION	11/04/08	(*)
SQLI	25/04/08	(*)
STALLERGENES	29/04/08	
STEF-TFE	19/06/08	
STERIA	19/05/08	(*)
SUEZ	18/03/08	(*)
SWORD GROUP	11/04/08	(*)
SYLIS	28/03/08	(*)
SYSTAR	31/10/08	(*)
SYSTRAN SA	22/04/08	(*)
TAYNINH	31/03/08	(*)
TEAM PARTNERS GROUP	22/04/08	(*)
TEAM PARTNERS GROUP	18/01/08	(*)
TEAMLOG	24/06/08	(*)
TECHNIP	25/03/08	(*)
TELECOM RESEAUX SERVICES	31/07/08	(*)
TELEPERFORMANCE	25/04/08	(*)
TELEVISION FRANÇAISE 1	26/03/08	(*)
TERREIS	30/05/08	
THALES	17/04/08	(*)
THERMADOR GROUPE	15/02/08	(*)

(*) Contrôlé a posteriori



Documents de référence – liste des émetteurs *(suite)*

THOMSON	21/04/08	(*)
TOTAL SA	02/04/08	(*)
TOUAX SCA	29/04/08	(*)
TOUPARGEL GROUPE	14/04/08	(*)
TRANSGENE	29/04/08	(*)
U 10	29/04/08	(*)
UBISOFT ENTERTAINMENT	25/07/08	(*)
UNIBAIL-RODAMCO	11/04/08	(*)
UNIBEL	17/12/08	(*)
UNION TECHNOLOGIES INFORMATIQUE	10/10/08	(*)
VALEO	30/04/08	(*)
VALLOUREC	28/04/08	(*)
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES	30/04/08	(*)
VEOLIA ENVIRONNEMENT	31/03/08	(*)
VET'AFFAIRES	09/06/08	
VICAT SA	29/04/08	
VILMORIN & CIE	07/11/08	(*)
VINCI	25/03/08	(*)
VIVALIS	30/04/08	
VIVENDI	18/03/08	(*)
VRANKEN-POMMERY MONOPOLE	30/05/08	(*)
WAVECOM	08/04/08	(*)
WENDEL	30/04/08	(*)
TOTAL 2008	366	
> Documents de référence en contrôle <i>a priori</i> enregistrés	95	
> Documents de référence en contrôle <i>a posteriori</i> déposés	271	

(*) Contrôlé *a posteriori*

Source : AMF

1

2

3

4



C – L'information périodique

Tableau 4 Information financière périodique des sociétés

Le décret n° 2008-258 du 13 mars 2008 entré en vigueur le 1^{er} septembre 2008 a supprimé ou modifié certaines obligations de publication au Bulletin d'annonces légales obligatoires (BALO) incombant aux sociétés cotées et redondantes avec les obligations d'information périodique issues de la directive Transparence. Seule subsiste l'obligation de publier au BALO un avis indiquant que les comptes annuels ont été approuvés sans modification par l'assemblée générale et rappelant la date de diffusion du rapport financier annuel.

Publications obligatoires 2008 (tous exercices confondus)

Type d'informations	A la date limite légale				Régularisations		Nombre de publications comptables non régularisées au 31/12/08*
	Nombre de publications prévues	Non effectuées	Pourcentage d'absences	Effectuées	15 jours après la date limite	Au-delà de 15 jours	
Les informations trimestrielles (1 ^{er} et 3 ^e trimestres)	1 207	191	15,82 %	901	57	56	72
Les rapports financiers semestriels	601	355	59,07 %	220	103	226	23
Les rapports financiers annuels	601	109	18,14 %	477	38	65	6
Les comptes annuels définitifs (au BALO)	589	128	21,73 %	461	29	60	39
TOTAL	2 998	783	26,12 %	2 059	227	407	140

* Hors sociétés en liquidation ou radiées.

Source : AMF



Tableau 5 Assemblées générales : principales résolutions proposées en 2008 (sociétés françaises cotées sur Euronext Paris)

Principales résolutions adoptées	Nombre
> Opérations	
Rachat par la société de ses propres titres*	449
Emissions de titres (<i>capital, créance, créance donnant accès au capital</i>)	319
Emissions réservées de titres (<i>capital, créance, créance donnant accès au capital</i>)	355
Attributions gratuites de titres (<i>capital</i>)**	161
Apports et fusions	30
Autorisations d'émissions en période d'offre publique	1
Emissions de BSA à titre gratuit en cas d'offre publique	40
Emissions d'actions de préférence	0
> Capital et droit de vote	
Seuils statutaires en capital	5
Seuils statutaires en droit de vote	5
Droit de vote double	6
Limitation à l'exercice du droit de vote	0
Modification du nominal	18
Réduction du capital	277
Plans d'options	127
Titres 100 % nominatifs	0
> Dividende	
Paiement du dividende en actions	4
Dividende majoré	2
> Autres résolutions	
Poursuite de l'activité	7
Changement des commissaires aux comptes	95
Changement de mode d'administration	11
Modification de l'objet social	17
Modification des dates d'exercice social	7
Changement de dénomination sociale	18
Transfert du siège social	39

* Notamment dans le cadre des programmes de rachat de titres.

** Y compris les autorisations relevant des articles L. 225-197-1 et suivants du code de commerce.

Source : AMF

1

2

3

4



ANNEXE 3

La gestion de l'épargne et les prestataires

A – Les OPCVM	1
B – Les sociétés de gestion de portefeuille (SGP)	11
C – Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) en 2008	17
D – Les organismes de placement collectif immobilier (OPCI)	19
E – Les sociétés pour le financement du cinéma et de l'audiovisuel (SOFICA)	19
F – Les sociétés pour le financement de la pêche artisanale (SOFIPECHE)	20

En dépit de plusieurs relectures minutieuses et attentives, les annexes du rapport annuel peuvent encore comporter des erreurs dans les chiffres, les pourcentages, les dates ou les noms cités. Dans le cas d'éventuelles discordances avec les décisions prises par l'AMF, seules ces décisions font loi.



A – Les OPCVM

Tableau 1 Répartition des actifs des OPCVM entre les dépositaires par quartile au 31/12/2008

	Actif net déposé	Répartition de l'actif net déposé	Nbre d'OPCVM déposés	Répartition du nbre d'OPCVM vivants déposés
	En milliards d'euros	en %	nombre	en %
Premier quartile	1 087,60	95,1 %	7 231	87,1 %
Deuxième quartile	45,90	4,0 %	728	8,8 %
Troisième quartile	9,00	0,8 %	247	3,0 %
Quatrième quartile	0,80	0,1 %	95	1,1 %
TOTAL	1 143,30	100 %	8 301	100 %

Nombre de dépositaires au 31/12/08 = 61

Source : AMF

1

2

3

4



Tableau 2 Nombre d'OPCVM agréés au cours de 2008

	Nombre d'OPCVM agréés	
	Procédure d'agrément classique	Procédure d'agrément par analogie
> Nombre de SICAV agréées en 2008	27	1
Actions des pays de la Communauté européenne	1	0
Actions de pays de la zone euro	1	0
Actions internationales	7	1
Obligations et/ou titres de créance libellés en euros	1	0
Monétaire euro	1	0
Diversifié	13	0
Fonds à formule	3	0
TOTAL		28
> Nombre de FCP agréés en 2008	601	156
Actions françaises	9	0
Actions des pays de la Communauté européenne	17	3
Actions de pays de la zone euro	24	11
Actions internationales	73	27
Obligations et/ou titres de créance libellés en euros	68	12
Obligations et/ou titres de créance internationaux	24	4
Monétaire euro	43	12
Monétaire à vocation internationale	1	0
Diversifié	225	28
Fonds à formule	88	59
OPCVM de fonds alternatifs	29	0
TOTAL		757
> Nombre de FCPR agréés en 2008	96	NA
– dont FIP	48	NA
– dont FCPI	46	NA
– dont FCPR	2	NA
TOTAL		96
> Nombre de SPPICAV agréées en 2008	49	NA
TOTAL		49
> Nombre de FPI agréés en 2008	0	NA
TOTAL		0
> Nombre de FCPE agréés en 2008	161	32
Vide	2	14
Individualisé	5	2
Individualisé de groupe	106	16
Multi-entreprise	48	0
TOTAL		193
TOTAL PAR TYPE DE PROCEDURE D'AGREMENT	934	189
TOTAL TOUT TYPE DE PROCEDURE D'AGREMENT		1 123

Source : AMF



Tableau 3 Nombre de produits vivants au 31/12/2008 (par type de produit)

Type de produit	Procédure	Nombre d'OPCVM
SICAV	Procédure d'agrément	708
FCP	Procédure d'agrément	7 125
SPICAV	Procédure d'agrément	38
FPI	Procédure d'agrément	0
FCPR	Procédure d'agrément	93
FCPI	Procédure d'agrément	231
FIP	Procédure d'agrément	109
FCIMT	Procédure d'agrément	24
FCPE multi-entreprise	Procédure d'agrément	808
FCPE individualisé	Procédure d'agrément	638
FCPE individualisé de groupe	Procédure d'agrément	1 277
FCPE (destination non précisée)	Procédure d'agrément	34
SICAVAS	Procédure d'agrément	1
> Sous-total OPCVM agréés		11 086
SICAV (allégée)	Procédure déclarative	9
SICAV (contractuelle)	Procédure déclarative	17
FCP (allégé)	Procédure déclarative	269
FCP (contractuel)	Procédure déclarative	349
FCPI	Procédure déclarative	1
FCPR	Procédure déclarative	562
> Sous-total OPCVM déclaratifs		1 207
TOTAL OPCVM vivants au 31/12/2008		12 293

Source : AMF

1

2

3

4



Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM hors OPCVM nourriciers au 31/12 de chaque année

Tableau 4-1 SICAV (hors OPCVM nourriciers)

Actif net et nombre d'OPCVM (encours en milliards d'euros)	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre
Actions françaises	41,5	122	25	109	26,6	95	17,7	79	17,3	65	12,8	53	9,7	45	5,0	40
Actions des pays de la Communauté européenne			3	14	15,1	68	9,7	62	12,4	54	12,9	45	11,6	45	5,1	43
Actions de pays de la zone euro	18,1	75	13,9	73	17,3	207	7,6	56	8,6	53	9,9	46	12,5	47	7,0	42
Actions internationales	27,3	273	17,6	247	8,2	47	16,0	167	22,3	155	24,8	142	24,8	148	13,8	148
Obligations et/ou titres de créance libellés en euros	44,2	225	38,6	205	35,3	190	27,6	163	26,1	141	22,5	112	21,2	112	19,4	97
Obligations et/ou titres de créance internationaux	10,2	81	8,9	78	8,3	70	8,8	63	8,4	52	8,2	41	6,2	36	4,1	31
Monétaire euro	130,5	174	139,4	157	131,7	139	121,1	118	125,4	107	127,2	84	136,1	81	135,3	75
Monétaire à vocation internationale	0,6	4	0,3	3	0,2	3	0,2	2	0,3	2	0,1	1	0,1	1	0,0	1
Diversifié	38,7	255	27,4	240	28,2	233	23,8	213	23,9	191	25,4	195	24,2	200	16,2	206
Garanti ou assorti d'une protection	0,4	10	0,3	7	0,4	7										
Fonds à formule							0,0	2	0,0	1	0,0	2	0,1	2	0,0	3
OPCVM de fonds alternatifs							0,1	3	0,1	4	0,5	6	0,9	13	0,7	15
TOTAL	311,5	1 219	274,4	1 133	271,3	1 059	232,7	928	245	825	244,3	727	247,4	730	206,6	701

Source : AMF

Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM hors OPCVM nourriciers au 31/12 de chaque année (suite)

Tableau 4-2 FCP (hors OPCVM nourriciers)

Actif net et nombre d'OPCVM (encours en milliards d'euros)	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre								
Actions françaises	23,0	366	17,3	342	18,2	287	30,5	253	38,2	232	51,5	228	43,0	206	22,7	195
Actions des pays de la Communauté européenne			1,4	60	15,5	219	17,9	209	30,9	250	44,3	298	41,6	335	24,2	352
Actions de pays de la zone euro	12,7	182	12,1	227	38,8	668	31,2	257	47,3	298	60,7	368	71,1	391	47,3	405
Actions internationales	41,2	687	31,6	706	8,9	172	44,8	629	65,0	662	97,5	788	101,9	830	55,9	875
Obligations et/ou titres de créance libellés en euros	45,1	676	47,7	663	57,9	681	80,8	760	93,7	737	100,0	719	95,5	709	87,4	718
Obligations et/ou titres de créance internationaux	35,6	234	47	239	56,5	237	64,5	232	45,7	238	53,8	238	46,0	244	38,6	237
Monétaire euro	101,3	325	124,2	306	147,7	304	182,3	321	205,0	304	242,3	296	233,6	289	277,2	320
Monétaire à vocation internationale	1,2	18	0,9	20	1	19	0,8	14	1,4	14	2,0	14	1,8	15	1,1	15
Diversifié	151,8	2 631	147,4	2 706	170	2 727	185,9	2 729	219,5	2 600	257,2	2 666	263,1	2 689	192,0	2 701
Garanti ou assorti d'une protection	37,2	744	45,6	802	57,8	891	0,6	36	0,2	13	0,1	8	0,1	7	0,0	1
Fonds à formule							54,6	730	59,6	739	66,1	737	69,9	721	65,3	708
OPCVM de fonds alternatifs							10,0	123	14,7	161	22,6	233	31,6	279	18,8	267
TOTAL	449,1	5 863	475,2	6 071	572,3	6 205	703,9	6 293	821,5	6 248	998	6 593	999,2	6 715	830,5	6 794

Source : AMF

1

2

3

4

Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM hors OPCVM nourriciers au 31/12 de chaque année (suite)

Tableau 4-3 OPCVM (hors OPCVM nourriciers) – encours en milliards d'euros

Actif net et nombre d'OPCVM Encours	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre
Actions françaises	64,5	488	42,3	451	44,8	382	48,2	332	55,6	297	64,3	281	52,8	251	27,7	235
Actions des pays de la Communauté européenne			4,4	74	30,6	287	27,6	271	43,4	304	57,1	343	53,2	380	29,3	395
Actions de pays de la zone euro	30,8	257	26	300	56,1	875	38,8	313	56,0	351	70,6	414	83,7	438	54,3	441
Actions internationales	68,5	960	49,1	953	17,1	219	60,8	796	87,3	817	122,4	930	126,7	978	69,8	1 023
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	89,3	901	86,4	868	93,2	871	108,4	923	119,9	878	122,4	831	116,7	821	106,7	815
Obligations et/ou titres de créances internationaux	45,8	315	56	317	64,8	307	73,3	295	54,1	290	61,9	279	52,2	280	42,7	268
Monétaire euro	231,8	499	263,5	463	279,4	443	303,3	439	330,5	411	369,5	380	369,8	370	412,4	395
Monétaire à vocation internationale	1,8	22	1,2	23	1,2	22	1,0	16	1,8	16	2,1	15	1,8	16	1,1	16
Diversifié	190,5	2 886	174,8	2 946	198,2	2 960	209,7	2 942	243,4	2 791	282,6	2 861	287,2	2 889	208,2	2 907
Garanti ou assorti d'une protection	37,6	754	45,9	809	58,2	898	0,6	36	0,2	13	0,1	8	0,1	7	0,1	1
Fonds à formule							54,7	732	59,6	740	66,1	739	69,9	723	65,3	711
OPCVM de fonds alternatifs							10,0	126	14,8	165	23,0	239	32,5	292	19,5	282
TOTAL	760,6	7 082	749,6	7 204	843,6	7 264	936,5	7 221	1 066,4	7 073	1 242,3	7 320	1 246,6	7 445	1 037,1	7 489

Remarque : les OPCVM têtes de compartiments ne sont pas pris en compte dans ces chiffres.

Source : AMF



Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM y compris les OPCVM nourriciers au 31/12 de chaque année

Tableau 5-1 SICAV (y compris SICAV nourricières)

Actif net et nombre d'OPCVM (encours en milliards d'euros)	2007		2008		Variation	
	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre
Actions françaises	9,7	45	5,0	41	- 94,0 %	- 4
Actions des pays de la Communauté européenne	11,7	46	5,1	44	- 129,4 %	- 2
Actions de pays de la zone euro	13,4	49	7,4	44	- 81,1 %	- 5
Actions internationales	25,2	151	14,0	150	- 80,0 %	- 1
Obligations et/ou titres de créance libellés en euros	22,7	116	20,3	100	- 11,8 %	- 16
Obligations et/ou titres de créance internationaux	6,2	36	4,1	31	- 51,2 %	- 5
Monétaire euro	143,0	97	149,6	91	4,4 %	- 6
Monétaire à vocation internationale	0,1	1	0,1	1	0,0 %	0
Diversifié	24,2	201	16,2	207	- 49,4 %	6
Fonds à formule	0,0	2	0,0	3	-	1
OPCVM de fonds alternatifs	0,9	13	0,7	15	-	2
TOTAL	257,1	757	222,5	727	- 15,6 %	- 30

Source : AMF

1

2

3

4



1 Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM
y compris les OPCVM nourriciers au 31/12 de chaque année (suite)

2 Tableau 5-2 FCP (y compris FCP nourriciers)

Actif net et nombre d'OPCVM (encours en milliards d'euros)	2007		2008		Variation	
	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre
Actions françaises	44,5	232	23,5	218	- 89,4 %	- 14
Actions des pays de la Communauté européenne	42,6	351	24,8	368	- 71,8 %	17
Actions de pays de la zone euro	77,9	458	50,9	472	- 53,0%	14
Actions internationales	107,8	930	59,0	978	- 82,7 %	48
Obligations et/ou titres de créance libellé en euros	98,4	780	90,2	780	- 9,1 %	0
Obligations et/ou titres de créance internationaux	47,5	272	39,5	261	- 20,3 %	- 11
Monétaire euro	285,2	464	336,8	493	15,3 %	29
Monétaire à vocation internationale	1,8	16	1,1	16	- 63,6 %	0
Diversifié	276,7	2 871	202,3	2 892	- 36,8 %	21
Garanti ou assorti d'une protection	0,1	8	0,0	1	-	- 7
Fonds à formule	75,1	766	70,6	762	-	- 4
OPCVM de fonds alternatifs	36,9	338	22,0	333	-	- 5
TOTAL	1 094,5	7 486	920,7	7 574	- 18,9 %	88

Source : AMF



Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM
y compris les OPCVM nourriciers au 31/12 de chaque année (suite)

Tableau 5-3 OPCVM (y compris OPCVM nourriciers)

Actif net et nombre d'OPCVM (encours en milliards d'euros)	2007		2008		Variation	
	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre
Actions françaises	54,3	277	28,5	259	- 90,5 %	- 18
Actions des pays de la Communauté européenne	54,3	397	29,9	412	- 81,6 %	15
Actions de pays de la zone euro	91,4	507	58,4	516	- 56,5%	9
Actions internationales	133,1	1 081	73,0	1 128	- 82,3 %	47
Obligations et/ou titres de créance libellés en euros	121,1	896	110,4	880	- 9,7 %	- 16
Obligations et/ou titres de créance internationaux	53,7	308	43,6	292	- 23,2 %	- 16
Monétaire euro	428,1	561	486,5	584	12,0 %	23
Monétaire à vocation internationale	1,8	17	1,1	17	- 63,6 %	0
Diversifié	300,8	3 072	218,5	3 099	- 37,7 %	27
Garanti ou assorti d'une protection	0,1	8	0,0	1	-	- 7
Fonds à formule	75,1	768	70,7	765	-	- 3
OPCVM de fonds alternatifs	37,8	351	22,7	348	-	- 3
TOTAL	1 351,6	8 243	1 143,3	8 301	- 18,2 %	58

Source : AMF

1

2

3

4



Tableau 6 Répartition des encours (en milliards d'euros) des OPCVM en fonction de leur classification

Classifications	2006		2007		2008		Variation des encours entre 2007/2008
	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	
OPCVM actions	314	1 968	316	2 047	181	2 094	- 43 %
OPCVM obligations	184	1 110	169	1 101	149	1 083	- 12 %
OPCVM monétaires	372	395	372	386	414	411	11 %
OPCVM diversifiés	283	2 861	287	2 889	208	2 907	- 27 %
Fonds à formule	66	747	70	730	65	712	- 7 %
OPCVM de fonds alternatifs	23	239	33	292	20	282	- 41 %
TOTAL	1 242	7 320	1 247	7 445	1 037	7 489	- 17 %

Source : AMF

Tableau 7 Répartition du nombre de FCIMT et de leur encours (en millions d'euros) par classification ventilée par tranches d'encours

FCIMT par année (nombre et encours)	> 100 M€	entre 10 et 100 M€	< 100 M€	Total
Nombre de FCIMT en 2008	1	8	15	24
Encours cumulé au 31/12/2008	110,0	222,0	58,4	390,4
Nombre de FCIMT en 2007	1	15	11	27
Encours cumulé au 31/12/2007	103,7	359,2	49,3	512,2
Nombre de FCIMT en 2006	1	16	12	29
Encours cumulé au 31/12/2006	132,7	489,8	48,6	671,1
Nombre de FCIMT en 2005	1	15	17	33
Encours cumulé au 31/12/2005	113,1	382,5	46,9	542,5
Nombre de FCIMT en 2004	1	14	21	36
Encours cumulé au 31/12/2004	172,4	485,7	75,3	733,40
Nombre de FCIMT en 2003	3	11	14	28
Encours cumulé au 31/12/2003	485,9	436,0	50,0	971,9
Nombre de FCIMT en 2002	2	11	16	29
Encours cumulé au 31/12/2002	368,5	413,8	54,0	836,3

Source : AMF



B – Les sociétés de gestion

Tableau 8 Liste des sociétés de gestion de portefeuille agréées en 2008

Nom de la société de gestion de portefeuille	Type	N° d'agrément	Date d'agrément
4D GLOBAL ENERGY ADVISORS SAS	2	GP 08 048	03/12/08
ALEXANDRE FINANCE	1	GP 08 017	16/06/08
ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS	2	GP 08 019	31/03/08
APAX PARTNERS MIDMARKET	2	GP 08 057	19/12/08
ARCHON GROUPE GESTION	2	GP 08 049	23/12/08
ARCOLE ASSET MANAGEMENT	2	GP 08 004	31/01/08
ATEMI IMMO	2	GP 08 027	20/05/08
ATHYMIS GESTION	1	GP 08 035	25/09/08
AXA REIM SGP	2	GP 08 023	05/05/08
BAC PARTENAIRES GESTION	2	GP 08 053	18/12/08
CIC MEZZANINE GESTION	2	GP 08 002	02/04/08
CONVICTIONS ASSET MANAGEMENT	2	GP 08 033	01/09/08
DB ALTERNATIVE INVESTMENTS	2	GP 08 038	12/09/08
DELTA ALTERNATIVE MANAGEMENT	2	GP 08 003	18/01/08
EGAMO	2	GP 08 010	17/05/08
FINANCECOM ASSET MANAGEMENT	1	GP 08 058	26/12/08
GE REAL ESTATE MANAGEMENT FRANCE	2	GP 08 025	24/06/08
GENERIS CAPITAL PARTNERS	2	GP 08 042	26/09/08
GIMV FRANCE	2	GP 08 026	30/06/08
GLOBAL EQUITIES ASSET MANAGEMENT	2	GP 08 021	01/10/08
GSQUARE	2	GP 08 015	30/06/08
HIG EUROPEAN CAPITAL PARTNERS SAS	2	GP 08 059	24/12/08
HEXANCE ASSET MANAGEMENT	1	GP 08 029	12/06/08
HSBC REIM (FRANCE)	2	GP 08 013	30/05/08
ICMOS FRANCE	2	GP 08 006	08/02/08
INNOVAFONDS	2	GP 08 034	18/07/08
LA FINANCIERE RESPONSABLE	1	GP 08 001	02/04/08
LASALLE INVESTMENT MANAGEMENT SAS	2	GP 08 041	31/10/08
MANDARINE GESTION	1	GP 08 008	28/02/08
MASSERAN GESTION	2	GP 08 036	29/07/08
MORNAY MULTIGESTIONS	2	GP 08 022	15/07/08
NBGI PRIVATE EQUITY SAS	2	GP 08 014	18/03/08

1

2

3

4



Liste des sociétés de gestion de portefeuille agréées en 2008 *(suite)*

Nom de la société de gestion de portefeuille	Type	N° d'agrément	Date d'agrément
NEWFUND MANAGEMENT	2	GP 08 028	22/05/08
OFI SPQR	2	GP 08 018	27/05/08
ORCHIDEE FINANCE	2	GP 08 007	04/04/08
OTEA CAPITAL	1	GP 08 054	18/12/08
PAREF GESTION	2	GP 08 011	19/02/08
PERCEVA SAS	2	GP 08 039	23/09/08
PLEIADE ASSET MANAGEMENT	1	GP 08 037	24/07/08
QUASAR CAPITAL MANAGEMENT SAS	2	GP 08 046	10/10/08
R CAPITAL MANAGEMENT	2	GP 08 040	12/12/08
SERENA CAPITAL	2	GP 08 016	11/06/08
SHAFTESBURY ASSET MANAGEMENT	2	GP 08 052	19/12/08
STAM FRANCE INVESTMENT MANAGERS SAS	2	GP 08 012	25/02/08
SULLY ASSET MANAGEMENT SA	2	GP 08 005	31/01/08
SUNNY ASSET MANAGEMENT	1	GP 08 045	19/12/08
TURGOT ASSET MANAGEMENT	1	GP 08 055	09/12/08
UFFI REAL ESTATE ASSET MANAGEMENT - UFFI REAM	2	GP 08 009	27/05/08
UNIBIENS	2	GP 08 043	02/09/08
VATEL CAPITAL	2	GP 08 044	30/09/08

Source : AMF



Tableau 9 Approbations de programmes d'activité présentés par des sociétés de gestion de portefeuille existantes

Nom de la société de gestion de portefeuille	Libellé du/des programme(s) d'activité approuvé(s)	Date d'approbation
1 2 3 VENTURE	Instruments financiers et sélection d'OPCVM	19/06/08
1 2 3 VENTURE	RTO OPCVM	01/07/08
ACROPOLE AM	OPCVM contractuels et OPC européens coordonnés	
ADEQUATION FINANCE	Gestion collective et « type 1 »	19/06/08
AFFINITY GESTION	Instruments financiers à terme	13/05/08
AGREGATOR GESTION	Gestion sous mandat	
ALLIANZ ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	Fonds d'investissement de droit étranger	
ALPHAPORT ASSET MANAGEMENT	RTO OPCVM	01/07/08
ALTO INVEST	RTO OPCVM	01/07/08
AMIRAL GESTION	ARIAEL	08/01/08
ATHYMIS GESTION	Conseil en investissement	14/10/08
AXA INVESTMENT MANAGERS PRIVATE EQUITY EUROPE	RTO OPCVM	01/07/08
BIOAM GESTION SA	Conseil en investissement	01/04/08
BNP PARIBAS REIM	Conseil en investissement	04/03/08
CAVA GESTION	RTO OPCVM	01/07/08
CMI FRANCE	RTO OPCVM	01/07/08
CPR ASSET MANAGEMENT	Fonds d'investissement de droit étranger	
CREDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	RTO OPCVM	01/07/08
DORVAL	Instruments financiers à terme	01/04/08
DTAM	Conseil en investissement	15/04/08
ECOFI INVESTISSEMENTS	OPCVM contractuels	08/02/08
EFIGEST ASSET MANAGEMENT	RTO OPCVM	01/07/08
EOLFI ASSET MANAGEMENT	Fonds d'investissement de droit étranger	19/06/08
FEDERAL FINANCE GESTION	Capital investissement	02/09/08
FIDEAS CAPITAL SAS	RTO OPCVM	01/07/08
FIDELITY GESTION	Epargne salariale	11/03/08
FINANCIERE DE L'ADOU-FINADOU	RTO OPCVM	01/07/08
FINANCIERE DE L'OXER	Instruments financiers à terme (OPCVM seul)	19/02/08
FLINVEST	Instruments financiers à terme et fonds d'investissement non autorisés à la commercialisation en France	09/12/08
FUNDLOGIC	OPCVM contractuels	01/04/08
FUNDQUEST	Multigestion alternative	30/05/08
GESMOB SA	RTO OPCVM	01/07/08
GESTION PRIVEE INDOSUEZ	OPCVM contractuels	01/07/08
GESTION PRIVEE INDOSUEZ	Multigestion alternative	15/07/08
GRIGNAN CAPITAL GESTION	RTO OPCVM	01/07/08

1

2

3

4



Approbations de programmes d'activité présentés par des sociétés de gestion de portefeuille existantes *(suite)*

Nom de la société de gestion de portefeuille	Libellé du/des programme(s) d'activité approuvé(s)	Date d'approbation
GT FINANCE	Fonds d'investissement de droit étranger et « type 1 »	
HOSTA FI	Conseil en investissement	15/07/08
HSBC PRIVATE WEALTH MANAGERS	Multigestion alternative	12/09/08
HUGAU GESTION	RTO OPCVM	01/07/08
ICSO PRIVATE EQUITY	Instruments financiers	29/07/08
INDEP'AM	RTO OPCVM	01/07/08
INVEST IN EUROP	Sélection d'OPCVM	
IRIS FINANCE	RTO OPCVM	01/07/08
ISKANDER	RTO OPCVM	01/07/08
JOHN LOCKE INVESTMENTS	OPCVM à vocation générale	05/06/08
JOHN LOCKE INVESTMENTS	OPCVM contractuels	29/07/08
L CAPITAL MANAGEMENT	Instruments financiers cotés	19/06/08
LA BANQUE POSTALE STRUCTURED ASSET MANAGEMENT	RTO et conseil en investissement	09/12/08
LA MONDIALE GESTION D'ACTIFS	RTO OPCVM	01/07/08
LAFFITTE CAPITAL MANAGEMENT SAS	RTO OPCVM	01/07/08
LB-P ASSET MANAGEMENT	OPCI	31/01/08
LOMBARD ODIER DARIER HENTSCHE GESTION	Multigestion alternative	
MATIGNON FINANCES	RTO OPCVM	01/07/08
MIDI CAPITAL	FIP et instruments financiers	12/09/08
MONTBLEU FINANCE	Gestion collective	08/02/08
MONTBLEU FINANCE	RTO OPCVM	01/07/08
MONTEFIORE INVESTMENT	RTO OPCVM	01/07/08
NATIXIS ENVIRONNEMENT & INFRASTRUCTURES	Instruments financiers	15/07/08
NEXTSTAGE	Instruments financiers cotés	12/09/08
ORSAY ASSET MANAGEMENT	Multigestion alternative	25/06/08
PARIS LYON GESTION	OPCVM contractuels	01/04/08
PERIAL ASSET MANAGEMENT	Conseil en investissement	04/03/08
PMA GESTION	RTO OPCVM	01/07/08
ROCHE-BRUNE SAS	FCPR allégés	22/09/08
SATURNE CAPITAL	Fonds d'investissement de droit étranger	22/01/08
SEVEN CAPITAL MANAGEMENT	OPCVM contractuels	
SHANTI ASSET MANAGEMENT	OPCVM contractuels (limité à la gestion extinctive des actifs non valorisables)	14/10/08
SODERO GESTION	Instruments financiers cotés et OPCVM coordonnés	04/03/08
SOFIDY	RTO OPCVM	01/07/08
TOCQUEVILLE FINANCE	FCPR allégés	29/04/08
UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT FRANCE	Multigestion alternative	01/10/08
UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT FRANCE	Gestion immobilière	29/07/08



Approbations de programmes d'activité présentés par des sociétés de gestion de portefeuille existantes (suite)

Nom de la société de gestion de portefeuille	libellé du/des programmes d'activité approuvés	Date d'approbation
UNIGESTION AM FRANCE	Délégation de la gestion financière FCPR allégés	15/04/08
UNIGESTION ASSET MANAGEMENT (FRANCE)	RTO OPCVM	01/07/08
VIVERIS MANAGEMENT	RTO OPCVM	01/07/08
VIVERIS REIM	RTO OPCVM	01/07/08
WEINBERG CAPITAL PARTNERS	OPCI	04/11/08
XANGE PRIVATE EQUITY	Gestion de fonds de fonds	09/12/08
ZARIFI GESTION	RTO OPCVM	01/07/08

Source : AMF

Tableau 10 Agréments retirés ou devenus caducs en 2008

Nom de la société de gestion de portefeuille	N° d'agrément	Date d'agrément	Date du retrait d'agrément	Motif du retrait d'agrément
ACKDON IM	GP 06000043	11/12/06	28/01/09	Dissolution anticipée, liquidation
ACLAND SNC	GP 98 007	26/03/98	27/01/09	Transmission universelle du patrimoine à AVILERE SAS
CCR CHEVRILLON PHILIPPE	GP 97 099	30/09/97	16/10/08	Transmission universelle du patrimoine à UBS (France)
CREDIT MUTUEL OCEAN GESTION	GP 97 113	26/11/97	27/11/08	Transmission universelle du patrimoine à CM-CIC ASSET MANAGEMENT
ECUREUIL GESTION	GP 04000013	15/04/04	23/09/08	Cessation d'activité
FRANCHISE FINANCE PARTENAIRES	GP 07000017	01/08/07	14/12/08	Cessation d'activité
INDEPENDANCE GESTION	GP 06000033	29/12/06	18/02/08	Transmission universelle du patrimoine à la FINANCIERE D'UZES
JMF INVESTISSEMENT	GP 07000025	27/07/07	29/01/09	Cessation d'activité
LYON GESTION PRIVEE	GP 99 018	15/07/99	08/09/08	Fusion par voie d'absorption avec MARTIN MAUREL GESTION
MONAM	GP 03 021	13/08/03	21/10/08	Cessation d'activité
PHILIPPE PATRIMOINE	GP 90 003	27/03/90	04/06/08	Fusion par voie d'absorption avec la Banque DEGROOF & PHILIPPE
PRIME CAPITAL	GP 97 110	31/10/97	11/04/08	Décision de l'AMF
RICHELIEU FINANCE GESTION PRIVEE	GP 90 082	27/07/90	21/10/08	Fusion par voie d'absorption avec KBL France
SAPHIR CONCEPT SA	GP 93 004	08/02/93	06/06/08	Cessation d'activité
SYSTEIA CAPITAL MANAGEMENT	GP 01 024	22/06/01	30/01/09	Fusion par voie d'absorption avec CREDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT

Source : AMF



1

2

3

4

Tableau 11 Approbations de programmes d'activité retirées

Société de gestion de portefeuille concernée	Approbation de programme d'activité retirée	date de retrait
EDELWEISS GESTION	OPCVM contractuels	16/05/08
COVEA FINANCE	Capital investissement	19/11/08

Source : AMF

Les sociétés de gestion de SCPI

Sociétés de gestion de SCPI ayant reçu un agrément de l'AMF en 2008

Néant

Sociétés de gestion de SCPI dont l'agrément a été retiré par l'AMF en 2008

Néant

Tableau 12 Sociétés de gestion de SCPI dont l'agrément a été retiré à la demande des sociétés de gestion en 2008

N° d'agrément	Date d'agrément	Société de gestion	Adresse	Date d'effet
SG-SCPI 96-01	02/04/96	ACTIGESTION	147, boulevard Haussmann 75008 PARIS	31/03/08
SG-SCPI 98-01	03/11/98	PARTENAIRES GERANCE SOPROFINANCE	30, rue Marguerite Long 75832 PARIS CEDEX 17	06/05/08
SG-SCPI 95-02	17/01/95	COMPAGNIE FINANCIERE D'ETUDE ET DE GESTION « COFIGEST FORESTIERE TRINITE »	24, rue Jacques Ibert 92533 LEVALLOIS-PERRET CEDEX	14/05/08
SG-SCPI 94-04	20/12/94	SOCIETE DE GERANCE DE CAPITAUX COLLECTES (SERCC)	24, rue Jacques Ibert 92533 LEVALLOIS-PERRET CEDEX	27/05/08
SG-SCPI 95-33	28/04/95	COGIM	2, quai d'Austerlitz 75013 PARIS	22/12/08
SG-SCPI 95-49	29/06/94	UNION FRANÇAISE DE GESTION	173, boulevard Haussmann 75008 PARIS	01/11/08

Source : AMF

Tableau 13 Sociétés de gestion de SCPI dont l'agrément est devenu caduc en 2008

N° d'agrément	Date d'agrément	Société de gestion	Adresse	Date d'effet
SG-SCPI 95-41	20/06/08	NORD GERANCE	59, boulevard Haussmann 75008 PARIS	01/10/08
SG-SCPI 95-45	29/06/95	EUROGERANCE	173, boulevard Haussmann 75008 PARIS	27/10/08

Source : AMF



C – Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) en 2008

Tableau 14 SCPI dont la note d'information a reçu un visa de l'AMF

Visa n°	Date	Nom de la SCPI	Mise à jour ou ouverture au public	Nom de la société de gestion
SCPI n° 08-01	4 février 2008	FONCIA PIERRE RENDEMENT	Mise à jour	FONCIA PIERRE GESTION
SCPI n° 08-02	29 février 2008	ELYSEES PIERRE	Mise à jour	HSBC REIM FRANCE
SCPI n° 08-03	29 février 2008	SEINE INVEST	Mise à jour	COGIM
SCPI n° 08-04	7 mars 2008	FRUCTIFONDS IMMOBILIER	Mise à jour	NATIXIS ASSET MANAGEMENT IMMOBILIER
SCPI n° 08-05	25 mars 2008	LA PARTICIPATION FONCIERE OPPORTUNITE	Mise à jour	PERIAL ASSET MANAGEMENT
SCPI n° 08-06	7 juillet 2008	UFG-PIERRE & VACANCES CONSEIL IMMOBILIER MOSELLE	Ouverture au public	UFG REAL ESTATE MANAGERS (UFG REM)
SCPI n° 08-07	8 juillet 2008	SGAM AI PATRIMOINE CENTRE DE VILLE	Ouverture au public	SGAM ALTERNATIVE INVESTMENTS (SGAM AI)
SCPI n° 08-08	8 juillet 2008	SGAM AI PIERRE PATRIMOINE 2	Ouverture au public	SGAM ALTERNATIVE INVESTMENTS (SGAM AI)
SCPI n° 08-09	8 juillet 2008	BUROBOUTIC	Mise à jour	FIDUCIAL GERANCE
SCPI n° 08-10	1 ^{er} août 2008	AGATHISSIMO 2	Ouverture au public	HSBC REIM FRANCE
SCPI n° 08-11	1 ^{er} août 2008	SEMA 2i	Ouverture au public	HSBC REIM FRANCE
SCPI n° 08-12	20 août 2008	PRIMOPIERRE	Ouverture au public	BNP PARIBAS REIM
SCPI n° 08-13	21 août 2008	AGF PIERRE VALOR	Mise à jour	IMMOVALOR GESTION
SCPI n° 08-14	21 août 2008	DOMIVALOR 3	Mise à jour	IMMOVALOR GESTION
SCPI n° 08-15	30 septembre 2008	DAUPHI-PIERRE	Mise à jour	CABINET VOISIN
SCPI n° 08-16	7 octobre 2008	PIERREVENUS	Mise à jour	FONCIA PIERRE GESTION
SCPI n° 08-17	10 octobre 2008	AGATHISSIMO 2	Mise à jour	HSBC REIM FRANCE
SCPI n° 08-18	21 octobre 2008	ATLANTIQUE MUR REGIONS	Mise à jour	ATLANTIQUE GERANCE
SCPI n° 08-19	4 novembre 2008	FONCIERE REMUSAT	Mise à jour	CABINET VOISIN

Source : AMF

1

2

3

4



1

Visas retirés par l'AMF en 2008 à des SCPI

Néant

2

Tableau 15 SCPI dissoutes en 2008

Nom de la SCPI	Date de dissolution	Nom de la société de gestion
ELYSEES RESIDENCE 4	3 juin 2008	HSBC REIM (FRANCE)

Source : AMF

4

SCPI ayant fait l'objet de fusion-absorption

Néant

Tableau 16 SCPI : nombre, capitalisation, collecte, investissements (en milliards d'euros)

	2004	2005	2006	2007	2008
Nombre de SCPI en activité en fin de période	139	133	130	127	132
Collecte	0,9	1,2	1,1	1,3	0,9
Investissements	0,7	1,1	1,6	1,5	1,5
Capitalisation	11,5	13,2	14,9	16,9	16,9

Source : AMF



D – Les organismes de placement collectif immobilier en 2008

Tableau 17 OPCI « grand public » dont le prospectus a reçu un agrément de l'AMF

Agrément n°	Date	Nom de l'OPCI	Type de produit	Nom de la société de gestion
SPI20080005	15 avril 2008	ECUREUIL IMMO +	SPPICAV	CILOGER
SPI20080006	15 avril 2008	LA BANQUE POSTALE IMMOBILIER	SPPICAV	CILOGER
SPI20080020	28 août 2008	FRUCTIFRANCE IMMOBILIER	SPPICAV	NATIXIS ASSET MANAGEMENT IMMOBILIER

Source : AMF

E – Les sociétés pour le financement du cinéma et de l'audiovisuel (SOFICA)

Tableau 18 Visas de prospectus de SOFICA en 2008

N°	Date	Nom de la SOFICA	Nature de l'opération
N° 08-244	18 novembre 2008	CINEMAGE 4	Constitution par APE à hauteur de 9 200 000 d'euros
N° 08-245	18 novembre 2008	COFANIM 2	Constitution par APE à hauteur de 4 389 000 d'euros
N° 08-246	18 novembre 2008	COFICUP 4	Constitution par APE à hauteur de 6 549 500 d'euros
N° 08-247	18 novembre 2008	LA BANQUE POSTALE IMAGE 3	Constitution par APE à hauteur de 7 000 000 d'euros
N° 08-250	19 novembre 2008	A PLUS IMAGE	Constitution par APE à hauteur de 4 500 000 d'euros
N° 08-251	19 novembre 2008	COFINOVA 6	Constitution par APE à hauteur de 8 654 000 d'euros
N° 08-252	19 novembre 2008	SOFICA EUROPACORP	Augmentation de capital d'un montant de 2 100 000 d'euros
N° 08-253	19 novembre 2008	SOFICA UGC 1	Augmentation de capital d'un montant de 2 100 000 d'euros
N° 08-254	19 novembre 2008	SOFICA VALOR 8	Constitution par APE à hauteur de 2 100 000 d'euros
N° 08-255	19 novembre 2008	UNI ETOILE 7	Constitution par APE à hauteur de 3 800 000 d'euros
N° 08-260	21 novembre 2008	SOFICINEMA 6	Constitution par APE à hauteur de 6 636 000 d'euros
N° 08-262	24 novembre 2008	BANQUE POPULAIRE IMAGES 10	Constitution par APE à hauteur de 4 070 000 d'euros

Source : AMF

Tableau 19 Les SOFICA : nombre, collecte, encours global (en millions d'euros)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nombre de SOFICA	52	59	67	71	77	82
Montant capitaux collectés	41,01	46	51,5	65,7	63,07	61,1
Encours global	339,6	378	411,9	477,6	535	588,6
Variation de l'encours par rapport à l'année précédente	-	11 %	9 %	16 %	12 %	10 %

Source : AMF



1

2

3

4

F – Les sociétés pour le financement de la pêche artisanale (SOFIPECHE)

Tableau 20 Visas de prospectus des SOFIPECHE en 2008

Néant

Tableau 21 Les SOFIPECHE: nombre, collecte, encours global (en millions d'euros)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nombre de SOFIPECHE	21	29	31	23	15	13
Montants capitaux collectés	6	12,5	5,7	–	1,8	–
Encours global	32,3	44,8	50,5	38,09	27,9	24,4

Source : AMF



ANNEXE 4

Enquêtes et sanctions

- A – Bilan des enquêtes et transmissions effectuées par la COB de 1990 à 2003, puis par l'AMF depuis 2004
- B – Bilan d'application du pouvoir de sanction de l'AMF en 2008
- C – Les suites judiciaires

En dépit de plusieurs relectures minutieuses et attentives, les annexes du rapport annuel peuvent encore comporter des erreurs dans les chiffres, les pourcentages, les dates ou les noms cités. Dans le cas d'éventuelles discordances avec les décisions prises par l'AMF, seules ces décisions font loi.



A – Bilan des enquêtes et transmissions effectuées par la COB de 1990 à 2003 puis par l'AMF depuis 2004

Pour mener à bien sa mission de surveillance des marchés, l'AMF mène des contrôles auprès des professionnels habilités et peut enquêter sur tout fait susceptible de constituer des infractions et manquements boursiers. Seules sont ici prises en compte les enquêtes menées par la COB puis par l'AMF.

Tableau 1 Les enquêtes menées par la COB de 1990 à 2003, puis par l'AMF depuis 2004 et leurs suites

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Total	
Nombre d'enquêtes terminées																					
	79	53	89	85	103	91	77	69	96	88	90	85	75	79	90	91	105	96	95	1 636	
<i>– dont nombre d'enquêtes nationales</i>																					
	78	50	83	80	94	86	69	60	73	67	64	57	65	58	60	63	53	48	40	1 248	
Ouvertures de procédures de sanction par l'Autorité⁽¹⁾																					
	0	2	7	9	6	7	6	6	9	10	6	20	16	7	38	28	27	26	22	252	

(1) L'ouverture d'une procédure de sanction peut conduire à plusieurs notifications de griefs et à plusieurs sanctions.

Tableau 2 Transmissions de rapports d'enquête à la justice par la COB de 1990 à 2003, puis par l'AMF depuis 2004

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Total	
Transmissions au Parquet⁽²⁾																					
	15	12	26	34	22	27	24	24	17	16	19	19	23	17	18	25	23	25	20	406	
<i>– dont rapports qui ont également abouti en parallèle à l'ouverture d'une procédure de sanction par l'Autorité</i>																					
	0	1	6	8	5	7	3	5	2	4	1	7	10	12	14	22	20	21	19	167	

(2) Un même rapport peut faire l'objet d'un envoi à plusieurs Parquets.



B – Bilan d'application du pouvoir de sanction de l'AMF en 2008

Nombre de procédures ayant abouti à une décision de sanction : 34

Tableau 3 **Fondement des sanctions prononcées**⁽¹⁾

Prestataires de services d'investissement exerçant les services d'investissement autres que la gestion pour le compte de tiers	11
Prestataires de services d'investissement exerçant le service de gestion pour le compte de tiers	7
Opérations d'initié	10
Manipulation de cours	1
Information du public	5

(1) Certaines procédures ont pour fondement plusieurs dispositions. En pareille occurrence, c'est le fondement considéré comme principal qui a été retenu dans ce tableau.

Tableau 4 **Personnes sanctionnées**

Emetteurs – dirigeants personnes physiques	11
Emetteurs – personnes morales	5
Professionnels régulés – personnes physiques	17
Professionnels régulés – personnes morales	25
Autres personnes physiques	21
Autres personnes morales	5

Source : AMF

1

2

3

4



C – Les suites judiciaires

Décisions de justice faisant suite à la transmission de rapports d'enquêtes par la COB puis par l'AMF

Tableau 5 Liste des décisions de justice par date de transmission

	Affaire	Nature et suites données
Paris, le 31 juillet 1989	Marché du titre Société Générale	Délit d'initié Jugement du Tribunal correctionnel de Paris du 20 décembre 2002 condamnant l'un des trois prévenus à 2,2 millions d'euros d'amende et relaxant les deux autres. Confirmation du jugement par arrêt de la 9 ^e chambre de la Cour d'appel de Paris du 24 mars 2005. Arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 14 juin 2006 cassant et annulant l'arrêt mais en ses seules dispositions relatives au montant de la peine prononcée, toutes autres dispositions étant expressément maintenues. Renvoi devant la Cour d'appel de Paris autrement composée. Arrêt de la 9 ^e chambre de la Cour d'appel de Paris du 20 mars 2007 condamnant le prévenu à une amende de 940 507,22 euros.
Créteil, le 9 novembre 1993	Activité de la société Luc Terme	Abus de biens sociaux, escroquerie, faux et usage de faux, abus de confiance, démarchage irrégulier Jugement du Tribunal correctionnel de Créteil le 30 mai 2002. Arrêt de la 9 ^e chambre de la Cour d'appel de Paris du 1 ^{er} février 2006 condamnant les deux premiers prévenus à 2 ans d'emprisonnement avec sursis, les troisième et quatrième à 1 an d'emprisonnement avec sursis, et a prononcé sur les intérêts civils. Arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 19 septembre 2007 cassant et annulant l'arrêt en ses dispositions relatives aux peines prononcées et par voie de retranchement, en ses dispositions condamnant une des prévenues à verser aux parties civiles des dommages et intérêts supérieurs à ceux fixés par le Tribunal. Renvoi devant la Cour d'appel de Paris autrement composée. Arrêt de la 9 ^e chambre de la Cour d'appel de Paris du 3 décembre 2008 condamnant les deux prévenus à des peines de 2 mois et 4 mois d'emprisonnement avec sursis.
Paris, le 15 décembre 1995	Activités des sociétés Gerem France et Amérique Europe Asie (AEA)	Escroquerie, abus de confiance Relaxe des trois prévenus par un jugement de la 11 ^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 12 janvier 2005. Sur appel du Parquet, arrêt rendu le 30 mars 2006 par la 9 ^e chambre de la Cour d'appel de Paris réformant partiellement le jugement et condamnant un des trois prévenus à une peine de 1 an d'emprisonnement avec sursis et une interdiction d'exercer la gérance de portefeuille de titres boursiers pendant 5 ans.
Paris, le 27 février 1996	Marché du titre et information financière de la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes (SFCMC)	Abus de biens sociaux, abus de pouvoir Jugement de la 11 ^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 20 juin 2003 constatant la prescription de l'action publique concernant les faits visés sous la prévention de complicité et de recel de biens d'abus sociaux reprochés aux deux prévenus et condamnant l'un des prévenus à 15 mois d'emprisonnement avec sursis et 200 000 euros d'amende du chef de présentation de comptes annuels inexacts. Arrêt de la 9 ^e chambre de la Cour d'appel de Paris du 6 avril 2005 réformant partiellement le jugement, et déclarant l'un des prévenus non coupable du délit de présentation de comptes inexacts pour dissimuler l'état de la société. Arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 28 juin 2006 cassant et annulant l'arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris en ses dispositions relatives à la prescription et renvoyant devant la Cour d'appel de Paris autrement composée. Arrêt de la 9 ^e chambre de la Cour d'appel de Paris du 6 décembre 2007 infirmant le jugement, rejetant les exceptions d'irrecevabilité de l'action <i>ut singuli</i> et de prescription de l'action publique et reconnaissant la culpabilité des deux prévenus (complicité d'abus de biens sociaux et de pouvoir et recel de ce délit).
Paris, le 8 octobre 1996	Conditions d'acquisition des titres Zausner Foods Corporation	Abus de biens sociaux Ordonnance de non-lieu le 7 janvier 2004.



1

2

3

4

Liste des décisions de justice par date de transmission *(suite)*

	Affaire	Nature et suites données
Paris, le 18 novembre 1996	Activités en France des sociétés de droit américain Banco International SA et Trader's Investment Garanty	Faux, usage de faux en écriture, escroquerie en bande organisée, activité d'intermédiaire en opérations de banque exercée sans la participation d'un établissement de crédit Jugement de la 11 ^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 26 septembre 2003 condamnant les trois prévenus à respectivement 2 ans d'emprisonnement avec sursis, 3 ans d'emprisonnement dont 2 ans avec sursis et trois ans d'emprisonnement dont 18 mois avec sursis. La 9 ^e chambre de la Cour d'appel de Paris réformant partiellement le jugement et condamnant la prévenue dans un arrêt du 2 décembre 2005 à une peine de 3 ans d'emprisonnement avec sursis et à une interdiction définitive d'exercer la profession d'avocat, et relaxant le second prévenu. Arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 11 octobre 2006 rejetant le pourvoi. Décision définitive.
Paris, le 24 juillet 1997	Information financière de la société Altus finance	Faux bilans, escroquerie Jugement de la 11 ^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 14 mai 2008 relaxant les huit prévenus.
Paris, le 9 juin 2000	Activités de Mlle Nathalie L., Mme Mint M. et Mme Anne S.	Délit d'initié, manipulation de cours, recel de biens provenant d'un délit Jugement de la 11 ^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 11 juin 2004 condamnant le premier prévenu à une peine de 12 mois d'emprisonnement (dont 6 mois avec sursis) et à 200 000 euros d'amende, la deuxième prévenue à une peine de 12 mois d'emprisonnement (dont huit mois avec sursis) et à 50 000 euros d'amende, le troisième prévenu à une peine de huit mois d'emprisonnement avec sursis et 40 000 euros d'amende. Arrêt de la 9 ^e chambre de la Cour d'appel de Paris du 22 février 2006 réformant partiellement le jugement et ramenant le montant des amendes pour les deux prévenus appelants à 150 000 et 25 000 euros. Arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 31 octobre 2007 rejetant le pourvoi.
Paris, le 6 juillet 2000	Marché du titre Sita	Délit d'initié, recel de délit d'initié Jugement de la 11 ^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 16 novembre 2004 condamnant les prévenus à respectivement trois mois d'emprisonnement avec sursis et une amende de 10 000 euros, à 18 mois d'emprisonnement avec sursis et une amende de 200 000 euros, et à 12 mois d'emprisonnement avec sursis et 100 000 euros d'amende. Arrêt de la 9 ^e chambre de la Cour d'appel de Paris du 16 janvier 2006 constatant le désistement des prévenus. Décision définitive.
Nanterre, les 21 juillet 2000 et 9 février 2001	Information financière des sociétés Immobilière Hôtelière et Duc Lamothe	Diffusion d'informations fausses ou trompeuses, publication de comptes annuels inexacts, faux et usage de faux, abus de biens sociaux Jugement de la 15 ^e chambre du Tribunal correctionnel de Nanterre du 22 décembre 2006 condamnant les deux premiers prévenus à des peines de 4 ans d'emprisonnement dont 2 ans avec sursis ainsi qu'à des amendes de 300 000 euros, et condamnant le troisième prévenu à une peine de 2 ans d'emprisonnement avec sursis et à une amende de 100 000 euros. Arrêt de la 9 ^e chambre de la Cour d'appel de Versailles du 14 mars 2008 réformant partiellement le jugement et condamnant les deux premiers prévenus à des peines de deux ans d'emprisonnement avec sursis et à des amendes de 300 000 et 250 000 euros, et condamnant le troisième prévenu à une amende de 50 000 euros. Arrêt de la Cour de cassation du 26 juin 2008 constatant le désistement du prévenu. Décision définitive.



Liste des décisions de justice par date de transmission (suite)

	Affaire	Nature et suites données
1 2 3 4	Paris, le 6 novembre 2001	Information financière de la société R. Fausse information, escroquerie par appel public à l'épargne Jugement de la 11 ^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 22 janvier 2007 condamnant la première prévenue à 18 mois d'emprisonnement avec sursis et à 250 000 euros d'amende, relaxant partiellement la seconde prévenue du chef de diffusion d'information fautive ou trompeuse et la condamnant pour le surplus à 18 mois d'emprisonnement avec sursis et à 160 000 euros d'amende, les sanctions pécuniaires prononcées par la COB par décision du 4 mars 2003 confirmée par la Cour d'appel de Paris s'imputant sur les peines d'amende prononcées par le Tribunal. Arrêt de la 9 ^e chambre de la Cour d'appel de Paris du 14 septembre 2007 confirmant et infirmant partiellement le jugement pour la prévenue appelante sur les dispositions pénales, et ramenant sa peine à 15 mois d'emprisonnement avec sursis.
	Aix-en-Provence, le 11 mars 2002	Information financière de la société Géant du Meuble Fausse information Jugement de la 2 ^e chambre du Tribunal correctionnel d'Aix-en-Provence du 11 juin 2008 relaxant partiellement les deux prévenus des chefs d'escroquerie par appel public à l'épargne et de complicité et recel de ce délit, et des chefs d'abus de biens sociaux et de recel de ce délit au préjudice d'une société, et condamnant les deux prévenus à des peines d'emprisonnement d'1 an avec sursis pour abus de biens sociaux et complicité de ce délit au préjudice d'une seconde société. Appels en cours.
	Paris, le 4 juillet 2002	Marché du titre Crédit Commercial de France (CCF) Délit d'initié Ordonnance de non-lieu le 23 mai 2008.
	Paris, le 15 octobre 2002	Marché du titre Food Partner Manipulation de cours Relaxe du prévenu par jugement de la 11 ^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 6 avril 2005. Sur appel du Parquet, arrêt rendu le 29 mai 2006 par la 9 ^e chambre de la Cour d'appel de Paris confirmant la relaxe.
	Paris, le 28 mai 2003	Activités et opérations réalisées sur les marchés par la société Etna Finance Transmission SA Faux en écriture, abus de confiance, escroquerie, gestion sans agrément Jugement du Tribunal correctionnel de Paris du 23 octobre 2007 condamnant quatre prévenus à respectivement 30 mois d'emprisonnement dont 24 mois avec sursis et 150 000 euros d'amende, 18 mois d'emprisonnement avec sursis et 10 000 euros d'amende, 6 mois d'emprisonnement avec sursis et 5 000 euros d'amende, et 6 mois d'emprisonnement avec sursis, et relaxant le cinquième prévenu. Appels en cours.
	Paris, le 20 octobre 2003	Marché du titre et information financière de la société Télécom City Délit d'initié, fausse information Jugement de la 11 ^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris daté du 19 septembre 2008 relaxant six prévenus, et relaxant partiellement le septième et le condamnant pour le surplus des chefs de délit d'initié, fausse information et banqueroute à 12 mois d'emprisonnement avec sursis et à 50 000 euros d'amende. Décision définitive.
	Paris et Versailles, le 22 juillet 2004	Marché du titre et information financière de la société Altran technologies Fausse information, publication de comptes non fidèles, faux en écriture La chambre régionale de discipline des commissaires aux comptes de la Cour d'appel de Paris classe le dossier suivi au titre de l'action disciplinaire du fait de l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 27 mai 2008 qui réformait partiellement la décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 29 mars 2007. Cette décision de l'AMF imputait aux commissaires aux comptes le grief de communication d'une information inexacte.
	Paris, Belfort et Besançon, le 4 avril 2005	Information financière de la société Intégral Média Fausse information Le commissaire du Gouvernement de la Cour d'appel de Besançon classe l'affaire pour l'un des commissaires aux comptes impliqués dans cette enquête, en février 2006. Jugement du Tribunal correctionnel de Belfort daté du 10 janvier 2007 condamnant le prévenu du chef de faux et usage de faux à une amende de 5 000 euros. Appels en cours.
	Paris, le 29 avril 2005	Marché du titre Leblanc Illuminations et Fêtes et du certificat de valeur garantie de Sedia Développement Manipulation de cours Ordonnance de non-lieu le 5 mars 2008.



1

2

3

4

Liste des décisions de justice par date de transmission (*suite*)

	Affaire	Nature et suites données
Paris, le 12 juillet 2005	Marché du titre Eurotunnel	Manipulation de cours, fausse information Ordonnance de non-lieu le 1 ^{er} septembre 2008.
Paris, le 26 août 2005	Marché de l'action Lafarge et de l'obligation Lafarge 5,40 % 2008	Délit d'initié Classement sans suite le 3 mars 2008.
Paris, le 28 septembre 2005	Marché du titre et information financière de la société LVMH	Rapport d'enquête demandé à l'AMF par le président de la 15^e chambre correctionnelle de la Cour d'appel de Paris Ordonnance de non-lieu le 24 avril 2007. Appel de la partie civile.
Paris, le 30 septembre 2005 et Versailles, le 14 novembre 2005	Marché du titre et information financière de la société Marionnaud Parfumeries	Fausse information Décision rendue le 11 décembre 2007 par la chambre régionale de discipline des commissaires aux comptes de la Cour d'appel de Versailles prononçant des avertissements à l'encontre des co-commissaires aux comptes (une personne physique et un cabinet de commissaires aux comptes). Appel de la décision par le garde des Sceaux. Jugement de la 11 ^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris daté du 9 juillet 2008 condamnant l'ancien directeur général et l'ancien directeur général délégué des chefs de diffusion d'information fausse ou trompeuse pour agir sur le cours des titres négociés sur un marché réglementé, faux et usage de faux en écriture, à des peines de 18 et 8 mois d'emprisonnement avec sursis, et à des amendes délictuelles de 300 000 et 100 000 euros, et condamnant l'ancien directeur comptable des chefs de faux et usage de faux en écriture privée à une peine de 4 mois d'emprisonnement avec sursis. Appels en cours.
Paris, le 27 janvier 2006	Marché du titre Nicox	Délit d'initié Classement sans suite en avril 2008.
Paris, le 20 février 2006	Marché du titre Electricité et Eaux de Madagascar (EEM)	Fausse information, manipulation de cours, délit d'initié Classement sans suite le 29 septembre 2008 (infraction insuffisamment caractérisée).
Paris, le 7 juillet 2006	Marché du titre Sophia et participations du fonds d'investissement Amber Fund Ltd	Délit d'initié Classement sans suite le 11 juin 2007 du fait des poursuites administratives déjà engagées.
Paris, les 8 décembre 2006 et 7 février 2007	Marché du titre et information financière de la société Prologue Software	Fausse information, délit d'initié, gestion sans agrément, faux en écriture, délit d'entrave Jugement de la 11 ^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris daté du 23 janvier 2008 condamnant deux des trois prévenus pour faux, altération de la vérité dans un écrit et obstacle à une mission de contrôle ou d'enquête de l'AMF à des amendes délictuelles de 10 000 euros et le troisième prévenu pour faux à une amende délictuelle de 3 000 euros. Appels en cours.
Paris, le 14 décembre 2006	Marché du titre Unilog	Délit d'initié Classement sans suite du fait de la sanction administrative déjà prononcée.
Paris, le 11 janvier 2007	Marché du titre Cyberdeck	Délit d'initié Jugement de la 11 ^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 15 décembre 2008 condamnant le prévenu à une peine de 6 mois d'emprisonnement avec sursis et à une amende de 350 000 euros, la sanction pécuniaire prononcée par la Commission des sanctions de l'AMF par décision du 6 décembre 2007 confirmée par la Cour d'appel de Paris s'imputant sur la peine d'amende prononcée par le Tribunal. Appels en cours.
Paris, le 26 janvier 2007	Marché des titres Acanthe Développement, Alliance Développement Capital et ADT	Fausse information Classement sans suite le 15 décembre 2008 (infraction insuffisamment caractérisée).
Paris, le 3 juillet 2007	Marché du titre Suez	Délit d'initié Classement sans suite en septembre 2008 (infraction insuffisamment caractérisée).
Paris, les 3 et 24 juillet 2007	Marché du titre et information financière de la société Mecelec	Délit d'initié, manquements aux obligations déontologiques Le procureur général près la Cour d'appel de Paris a saisi le syndic auprès de la chambre régionale de discipline des commissaires aux comptes en septembre 2007. Ordonnance de non-lieu le 25 novembre 2008.



Liste des décisions de justice par date de transmission (*suite*)

	Affaire	Nature et suites données
1 2 3 4	Paris, le 21 août 2007	Marché du titre Airox Délit d'initié Classement sans suite le 21 février 2008 du fait des poursuites administratives déjà engagées.
	Paris, le 21 août 2007	Marché du titre Foncia Délit d'initié Classement sans suite le 8 août 2008.
	Paris, le 28 décembre 2007	Marché du titre Groupe Diwan Délit d'initié Classement sans suite le 21 février 2008 (infraction insuffisamment caractérisée).
	Paris, le 7 février 2008	Marché du titre Heurtey Petrochem Délit d'initié Classement sans suite le 15 mai 2008.
	Paris, le 26 février 2008	Marché du titre Locindus Délit d'initié Classement sans suite le 10 décembre 2008.
	Paris, le 17 mars 2008	Marché du titre Arcelor Délit d'initié Classement sans suite en novembre 2008 du fait des poursuites administratives déjà engagées et du fait qu'il n'existe aucun chef de compétence sur le territoire français.
	Paris, le 12 mai 2008	Marché du titre et information financière de la société Vinci Délit d'initié Classement sans suite le 20 mai 2008 (faits prescrits).
	Paris, le 19 mai 2008	Marché du titre Nicox Délit d'initié Classement sans suite le 1 ^{er} septembre 2008 du fait des poursuites administratives déjà engagées.
	Paris, le 22 juillet 2004	Marché du titre et information financière de la société Picogiga Délit d'initié Jugement de la 11 ^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 22 février 2007 condamnant le prévenu à une amende de 100 000 euros pour abus de biens sociaux. Arrêt de la 9 ^e chambre de la Cour d'appel de Paris du 7 novembre 2007 confirmant le jugement.

